

Masarykova univerzita  
Ekonomicko-správní fakulta

Studijní obor: Podnikové hospodářství



HODNOCENÍ EKONOMICKÉ VÝKONNOSTI PODNIKU  
PROSTŘEDNICTVÍM MODERNÍCH METOD FINANČNÍ  
ANALÝZY

EVALUATION OF ECONOMIC EFFECTIVENESS OF A  
COMPANY USING MODERN METHODS OF FINANCIAL  
ANALYSIS

Diplomová práce

Vedoucí práce:  
Ing. Martin Křištof

Autor:  
Gabriela Rucká

Brno, duben 2006



digitálně podepsáno  
středisko  
vědeckých  
informací

Digitally signed  
by SVI(Jiří  
Polacek)  
Date: 2006.12.15  
13:20:19 +01'00'

Katedra podnikového hospodářství

Akademický rok 2004/2005

## ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

**Pro:** R U C K Á Gabriela

**Obor:** Podnikové hospodářství

**Název tématu:** **Hodnocení ekonomické výkonnosti podniku prostřednictvím moderních metod finanční analýzy**  
**Evaluation of Economic Effectiveness of a Company Using Modern Methods of Financial Analysis**

### Zásady pro vypracování

**Problémová oblast:**

Měření ekonomické výkonnosti podniku pomocí moderních metod finanční analýzy.

**Cíl práce:**

Zhodnocení ekonomické výkonnosti vybraného podniku využitím moderních metod finanční analýzy.

**Postup práce a použité metody:**

1. Úvod

- Zdůvodnění výběru tématu
- Cíl práce a její přínos

2. Teoretická část (analýza)

- Moderní metody finanční analýzy – jejich výhody a nevýhody, možnosti využití
- Podrobnější analýza vybrané metody

3. Praktická část diplomové práce

- Hodnocení podniku pomocí vybrané metody

4. Závěr

- Shrnutí poznatků teoretické i praktické části

- Formulace závěru DP
- Zhodnocení naplnění cíle a přínosu práce

V práci budou využity zejména metody analýzy, komparace, syntézy a matematicko-statistické metody a vybraná metoda moderní finanční analýzy.

**Rozsah grafických prací:                      předpoklad cca 15 tabulek a grafů**

**Rozsah práce bez příloh:                      60 – 70 stran**

**Seznam odborné literatury:**

GRÜNWARD, R. - HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. 1. vyd. Praha : VŠE, 2002. 184 s. ISBN 80-2450-422-7.

Horvát & Partner. *Balanced scorecard v praxi*. 1. vyd. Praha : Profess Consulting, 2002. 386 s. (+CD-ROM). ISBN 80-7259-018-9.

KAPLAN, R.S. - NORTON, D.S. *Balanced scorecard : strategický systém měření výkonnosti podniku*. 1. vyd. Praha : Management Press, 2001. 267 s. (+CD-ROM). ISBN 80-7261-037-6.

KONEČNÝ, M. *Finanční analýza a plánování*. 8. vyd Brno : VUT, 2003. 102 s. ISBN 80-86510-65-4.

MAŘÍKOVÁ, P. - MAŘÍK, M. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku (ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota)*. 1. vyd. Praha : EKOPRESS, 2001. 70 s. ISBN 80-86119-36-X.

NEUMAIEROVÁ, I. – NEUMAIER, I. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha : Grada, 2002. 215 s. ISBN 80-2470-125-1.

**Vedoucí diplomové práce:**

**Ing. Martin Křištof**


**Datum zadání diplomové práce:**

**18.3.2005**

**Termín odevzdání diplomové práce:**

**21.4.2006**

.....  
  
 Vedoucí katedry

.....  
  
 Děkan

V Brně dne: 18.3.2005

Jméno a příjmení autora: Gabriela Rucká  
Název diplomové práce: Hodnocení ekonomické výkonnosti podniku prostřednictvím moderních metod finanční analýzy  
Název v angličtině: Evaluation of Economic Effectiveness of a Company Using Modern Methods of Financial Analysis  
Katedra: Podnikové hospodářství  
Vedoucí diplomové práce: Ing. Martin Krištof  
Rok obhajoby: 2006

### **Anotace v češtině**

Cílem této diplomové práce je pomocí moderní metody finanční analýzy, konkrétně pomocí metody ekonomické přidané hodnoty, zhodnotit efektivnost zvoleného podniku. Teoretická část je zaměřena na prezentaci metody EVA a konstrukci jejího výpočtu. Popsaná teorie je aplikována na podnik Strojírny Třinec, a. s. V praktické části je proveden výpočet ekonomické přidané hodnoty za účelem zjištění, zda podnik tvoří přidanou hodnotu pro vlastníky. Součástí práce je srovnání s průměrnými hodnotami odvětví.

### **Anotace v angličtině**

The objective of this thesis is to evaluate the effectiveness of selected company, using the modern method of financial analysis – economic value added. The theoretical part is focused on EVA method presentation and its formulas calculation. The explained theory is applied to the company Strojirny Třinec, a. s. The practical part contains the EVA calculation, that predicates whether the company generates the added value for its shareholders or not. The thesis includes comparison with average values of the industry sector.

### **Klíčová slova v češtině:**

Hodnocení výkonnosti, Finanční analýza, Ekonomická přidaná hodnota (EVA), Balanced Scorecard (BSC), Tržní přidaná hodnota (MVA)

### **Klíčová slova v angličtině:**

Efficiency Rating, Financial Analysis, Economic value added (EVA), Balanced Scorecard (BSC), Market Value Added (MVA)

## **Prohlášení**

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci vypracovala samostatně pod vedením Ing. Martina Krištofa a uvedla v seznamu literatury všechny použité literární a odborné zdroje.

V Brně dne 21. dubna 2006

---

vlastnoruční podpis autora

## **Poděkování**

Na tomto místě bych ráda poděkovala Ing. Martinovi Křištofovi za cenné připomínky a odborné rady, kterými přispěl k vypracování této diplomové práce. Dále děkuji podniku Strojírny Třinec, a. s. za poskytnuté informace a konzultace.

# OBSAH

<b>ÚVOD</b> .....	<b>9</b>
<b>1 HODNOCENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU</b> .....	<b>11</b>
1.1 VÝKONNOST PODNIKU .....	11
1.2 ZPŮSOBY HODNOCENÍ VÝKONNOSTI .....	11
1.3 SHAREHOLDER VALUE A STAKEHOLDER VALUE .....	12
<b>2 FINANČNÍ ANALÝZA JAKO PROSTŘEDEK HODNOCENÍ VÝKONNOSTI     PODNIKU</b> .....	<b>13</b>
2.1 ZÁKLADNÍ CHARAKTERISTIKA .....	13
2.2 ZDROJE VSTUPNÍCH DAT FINANČNÍ ANALÝZY .....	14
2.2.1 <i>Interní zdroje dat</i> .....	14
2.2.2 <i>Externí zdroje dat</i> .....	16
2.3 PŘÍSTUPY K FINANČNÍ ANALÝZE .....	16
2.4 METODY MĚŘENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI PODNIKU .....	17
<b>3 MODERNÍ METODY FINANČNÍ ANALÝZY</b> .....	<b>19</b>
3.1 BSC – BALANCED SCORECARD .....	20
3.1.1 <i>Základní charakteristika</i> .....	20
3.1.2 <i>Perspektivy BSC</i> .....	21
3.1.3 <i>Přínosy Balanced Scorecard</i> .....	23
3.2 EVA – ECONOMIC VALUE ADDED .....	24
3.2.1 <i>Koncept ekonomického zisku</i> .....	24
3.2.2 <i>Výpočet ukazatele EVA</i> .....	25
3.2.3 <i>Konverze účetních vstupů na model ekonomický</i> .....	26
3.2.4 <i>Propočet komponent ekonomické přidané hodnoty</i> .....	29
3.2.4.1 <i>Určení operativních aktiv (NOA – Net Operating Assets)</i> .....	29
3.2.4.2 <i>Určení NOPAT</i> .....	35
3.2.4.3 <i>Určení nákladů kapitálu</i> .....	37
3.2.5 <i>Výhody a nedostatky EVA</i> .....	41
3.2.6 <i>Možnosti využití ukazatele EVA</i> .....	41
3.3 CFROI – CASH FLOW RETURN OF INVESTMENT .....	43
3.4 MVA – MARKET VALUE ADDED .....	45
<b>4 ANALÝZA VÝKONNOSTI ZVOLENÉHO PODNIKU</b> .....	<b>46</b>
4.1 ZÁKLADNÍ INFORMACE O PODNIKU .....	46
4.1.1 <i>Stručný profil společnosti Strojírny Třinec, a. s.</i> .....	46
4.1.2 <i>Organizační struktura</i> .....	47
4.1.3 <i>Výkony a hospodářské výsledky</i> .....	48
4.1.4 <i>Zaměstnanci</i> .....	48
4.2 VSTUPNÍ ÚDAJE A VÝBĚR METODY .....	49

4.3	ANALÝZA VÝKONNOSTI POMOCÍ METODY EVA.....	50
4.3.1	Úprava kapitálu (čistých operativních aktiv - NOA) .....	50
4.3.2	Úprava zisku (NOPAT).....	52
4.3.3	Výpočet kapitálových nákladů (WACC).....	54
4.3.4	Výpočet ukazatele EVA .....	56
4.3.5	Výpočet ukazatele EVA podle metodiky MPO .....	57
4.3.6	Pyramidální rozklad ukazatele EVA .....	59
4.3.7	Srovnání EVA entity a EVA equity.....	63
4.3.8	Odhad budoucího vývoje ekonomické přidané hodnoty .....	64
4.3.9	Hodnocení výkonnosti pomocí metody EVA .....	65
	<b>ZÁVĚR.....</b>	<b>66</b>
	<b>SEZNAM GRAFŮ .....</b>	<b>68</b>
	<b>SEZNAM OBRÁZKŮ .....</b>	<b>68</b>
	<b>SEZNAM TABULEK.....</b>	<b>68</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY A ZDROJŮ .....</b>	<b>69</b>
	<b>SEZNAM PŘÍLOH.....</b>	<b>71</b>



## ÚVOD

Zhodnotit ekonomickou výkonnost podniku jednoduchým a rychlým způsobem je hlavním přáním investorů a vlastníků společnosti. Z jejich pohledu je důležité zjistit, zda je podnik schopen zvyšovat svou hodnotu a poskytnout jim tak odpovídající výnos z jejich investice. V malých rodinných podnicích je princip tvorby hodnoty většinou samozřejmý a jejich vlastníci dělají rozhodnutí, která tvorbu hodnoty podporují. Ve velkých společnostech to však vždy neplatí. Často je vyvíjen tlak na management společností při stanovování cílů. Za základní cíl většiny podniků je obecně považována maximalizace a zvyšování tržní hodnoty v delším časovém období.

Otázkou však zůstává, jak ekonomickou výkonnost podniku měřit. Základním měřítkem je bezpochyby sledování jeho finanční výkonnosti. Existuje celá řada přístupů k hodnocení výkonnosti podniku a jejich použití je závislé na aktuální situaci na daném trhu, neboť s vývojem trhů dochází k posunu výkonnostních měřítek.

V podmínkách České republiky převládá klasický přístup hodnocení výkonnosti podniku opírající se o sledování ukazatelů tradiční finanční analýzy. Postupně však dochází k posunu směrem k hodnocení výkonnosti podniku prostřednictvím tvorby hodnoty. Jde o nová hodnotová kritéria založená na koncepci hodnotového managementu, který klade důraz na maximalizaci tvorby přidané hodnoty pro vlastníky. V odborné literatuře existuje v současnosti mnoho metod, jak tuto hodnotu měřit. V posledních letech se intenzivně prosazuje ukazatel EVA (Economic Value Added – Ekonomická přidaná hodnota).

Diplomová práce se zabývá metodami hodnocení ekonomické výkonnosti podniku, důraz je kladen na moderní metody, především na metodu EVA. V teoretické části jsem vycházela z odborné literatury, dalšími důležitými zdroji byly webové stránky a informační databáze. V práci jsou využity metody literární rešerše, analýzy, komparace, syntézy a matematicko-statistické metody finanční analýzy.

Cílem mé diplomové práce je zhodnocení ekonomické výkonnosti vybraného podniku pomocí moderní metody finanční analýzy, konkrétně pomocí ekonomické přidané hodnoty (EVA).

Struktura diplomové práce se člení do následujících částí vzhledem ke stanovenému cíli a je následující:

První dvě kapitoly jsou věnovány výkonnosti podniku a finanční analýze, protože pochopení významu finanční analýzy je základním východiskem pro drtivou většinu metod hodnocení výkonnosti podniku. Je objasněna úloha finanční analýzy a její metody, její význam pro podnik a základní vstupy. Ve třetí kapitole je uveden přehled nových hodnotových přístupů k hodnocení výkonnosti podniku. Metody jsou přiblíženy v teoretické rovině v jednotlivých podkapitolách, kde je uvedena jejich konstrukce a možnosti jejich využití.

Čtvrtá kapitola je část praktická. Nejprve je uvedena základní charakteristika vybraného podniku, metoda hodnocení výkonnosti podniku a vstupní údaje, následuje aplikace této metody na hospodářské údaje společnosti Strojírny Třinec, a. s.

Strukturu práce zakončuje zhodnocení této metody na základě dosažených výsledků. Součástí této kapitoly jsou i návrhy a doporučení pro analyzovanou společnost s cílem nastínit případné možnosti pozitivního ovlivnění ekonomických výsledků podniku v budoucnu.

# 1 HODNOCENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU

## 1.1 Výkonnost podniku

Pojem výkonnost bývá definován jako schopnost podniku co nejlépe zhodnotit prostředky vložené do jeho podnikatelských aktivit. Nemusí to však nutně znamenat, že výkonný je pouze ten podnik, který vykazuje dobré hospodářské výsledky. Výkonnost podniku představuje dnes velmi aktuální téma a okruh hodnotících výkonnost podniku je široký. Patří zde subjekty stojící vně i uvnitř společnosti – investoři, management, zákazníci. Každá z těchto skupin však přistupuje k hodnocení výkonnosti podniku z různých hledisek.

Pro zákazníka je výkonný podnik takový, který je schopen předvídat jeho potřeby a nabídnout kvalitní produkt za cenu, kterou je zákazník ochoten za uspokojení potřeby zaplatit. Podle zákazníka je tedy měřítkem výkonnosti kvalita, dodací lhůta a cena.

Výkonný podnik z pohledu manažera je podnik prosperující, mající stabilní podíl na trhu, loajální zákazníky a likvidní a rentabilní hospodaření. Měřítkem výkonnosti je rychlost reakce na změny vnějšího prostředí a na vznik nových podnikatelských příležitostí.

Vlastníci se snaží o zhodnocení jimi vloženého kapitálu do podniku. Podnik, který to dokáže v největším rozsahu a za nejkratší dobu, je vlastníky považován za výkonný. Důležitá měřítka jsou rentabilita celkového vloženého kapitálu (ROI – Return on Investment) nebo ekonomická přidaná hodnota (EVA – Economic Value Added).

## 1.2 Způsoby hodnocení výkonnosti

Pomocí standardních metrik hodnotící výkonnost podniku podle míry dosaženého zisku sice můžeme popsat dosavadní vývoj podniku nebo aktuální výkonnost, tyto standardní metriky však mají také určité nedostatky. Významným nedostatkem je možnost ovlivňovat výši vykázaného zisku pomocí legálních účetních postupů či vyvozování trendů z minulosti, což nelze považovat za správné, neboť podnik je neustále vystaven změnám a vyvíjí se. Proto ke standardním metrikám přibývají nové, které vycházejí nejen z účetních výkazů.

Současné trendy směřují k hodnocení výkonnosti podniku prostřednictvím tvorby hodnoty (hodnoty pro vlastníky). Postupně dochází ke snižování významu tradičního cíle – zisku a postupně přibývají a nahrazují jej cíle nové, které poměrují dosažený zisk s náklady

vynaložených zdrojů. Tato koncepce je nazývána Value Based Management a jejím cílem je sjednocení cílů, strategií a způsobů rozhodování managementu se zájmy akcionářů.<sup>1</sup> Základem této koncepce je teorie řízení hodnoty (shareholder value), která vznikla v 80. letech 20. století v USA. První formulace této teorie vyvinuli profesori amerických business schools – Fruhan a Rappaport – a velmi rychle byly přeneseny do praxe. Hlavní příčinou rozšíření shareholder value byl boom ve vývoji převzetí podniků v USA v 80. letech. Pokud společnost úspěšně řídí hodnotu, znamená to, že dochází k efektivnímu využívání kapacit a efektivnímu investování. Tržní cena akcií pak za těchto okolností odráží svou vnitřní hodnotu a neexistuje tedy důvod pro potenciální převzetí.

### 1.3 Shareholder value a stakeholder value<sup>2</sup>

Podnik je svázán s velkým množstvím zúčastněných subjektů, které do vztahu vůči podniku dávají určitý vklad. Tyto subjekty jsou nazývány stakeholders a patří mezi ně vlastníci (shareholders), zaměstnanci, věřitelé, dodavatelé, odběratelé, obec, region a stát. Těmto subjektům záleží na existenci a dobré situaci firmy, sledují své vlastní zájmy a odlišné cíle. Pro jednotlivé stakeholdery je tedy hodnota podniku různá. Jsou to však vlastníci, kteří nesou riziko podnikání. Po odměně všech stakeholderů tržní cenou (trh určuje cenu zdrojů) zůstane část nerozdělené hodnoty vytvořené podnikem, která přísluší vlastníkům. Znamená to, že stakeholderi jsou odměňováni jako první a teprve ta část, která zůstane, přísluší vlastníkovi. Pro existenci podniku je tedy nutný předpoklad, že výnos příslušející vlastníkovi musí být větší (nebo stejně velký) jako výnos stejně rizikové investice.

Za hlavní poslání podniku je považováno zhodnocování investovaného kapitálu, podnik je chápán jako „stroj na peníze“, velmi důležitou roli ve fungování podniku hraje také spokojenost jednotlivých zúčastněných stran a rovnováha jejich zájmů.

Maximalizace hodnoty pro vlastníka je předpokladem pro zvyšování hodnoty pro stakeholdery. Je tedy důležité upřednostňovat koncepci shareholder value, neboť je to jediná cesta zvyšování stakeholder value.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> ŠULÁK, M.; VACÍK, E.: *Měření výkonnosti firem*. 1. vyd. Plzeň : Západočeská univerzita v Plzni, 2003. 138 s. ISBN 80-7043-258-6. s. 5.

<sup>2</sup> Z angl. „shareholder“ = vlastník, akcionář, „stakeholders“ = subjekty, které jsou spojeny s podnikem, mající vztah k podniku s různými zájmy, „value“ = hodnota

<sup>3</sup> NEUMAIEROVÁ, I.; NEUMAIER, I.: *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha : Grada Publishing, 2002. 215 s. ISBN 80-247-0125-1. s. 25.

## 2 FINANČNÍ ANALÝZA JAKO PROSTŘEDEK HODNOCENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU

### 2.1 Základní charakteristika

Finanční analýza je formalizovaná metoda, která poměří získané údaje mezi sebou navzájem a rozšiřuje tak jejich vypovídací schopnost, umožňuje dospět k určitým závěrům o celkovém hospodaření a finanční situaci podniku, podle nichž by bylo možné přijmout různá rozhodnutí.<sup>4</sup>

Finanční analýza je součástí řízení podniku a je spojena s finančním řízením. Zdrojem pro finanční analýzu je účetnictví, které poskytuje údaje o stavu jednotlivých veličin k danému datu, tzn. za dané období. Tato data však sama o sobě mají malou vypovídací schopnost, proto je nutné dále je zpracovat.

Hlavním úkolem finanční analýzy je komplexně posoudit úroveň současné finanční situace podniku a její příčiny, posoudit vyhlídky na finanční situaci podniku v budoucnosti, připravit podklady ke zlepšení ekonomické situace podniku, k zajištění další prosperity podniku, k přípravě a zkvalitnění rozhodovacích procesů.<sup>5</sup>

Pojem finanční zdraví (Financial Health) označuje schopnost podniku udržet si rovnováhu ve vztahu k měnícím se podmínkám okolí a zároveň ve vztahu ke všem, kteří se na chodu podniku podílejí. Pokud je podnik schopen udržet svou vlastní existenci a je schopen zhodnotit vložený kapitál do takové míry, která je požadována akcionáři, bývá nazýván finančně zdravým. Přihlédnout musíme i k riziku, s jakým je příslušný druh podnikání spojen. Při srovnávání výsledků finanční analýzy nesmíme opomenout, že výsledky finanční analýzy se liší v podnicích z různých odvětví, neboť tyto podniky mají rozdílnou majetkovou a finanční strukturu a také jinou strukturu hospodářského výsledku. Na kapitálovém trhu je pak míra schopnosti zhodnotit vložený kapitál ohodnocena investory prostřednictvím tržní ceny akcií. Finanční zdraví vyžaduje dosažení dostatečného zisku a také dlouhodobou likviditu – schopnost dostát svým závazkům.

---

<sup>4</sup> GRÜNWARD, R.; HOLEČKOVÁ, J.: *Finanční analýza a plánování podniku*. 1. vyd. Praha : Vysoká škola ekonomická v Praze, 1999. 196 s. ISBN 80-7079-587-5. s. 7.

<sup>5</sup> KONEČNÝ, M.: *Finanční analýza a plánování*. 9. vyd. Brno : Vysoké učení technické v Brně, 2004. 102 s. ISBN 80-86510-65-4.

## 2.2 Zdroje vstupních dat finanční analýzy

Nejdůležitějším východiskem pro vypracování finanční analýzy jsou kvalitní vstupní data. Některé zdroje dat jsou legislativně upraveny, základní právní rámec upravují: Obchodní zákoník, zákon o účetnictví, daňové zákony, zákon o cenných papírech a živnostenský zákon. Zdroje pro vstupní data finanční analýzy můžeme rozdělit na interní a externí.

### 2.2.1 Interní zdroje dat

Do této skupiny patří data čerpána z:

- účetních výkazů finančního účetnictví, jedná se o rozvahu, výkaz zisku a ztrát, přílohu k účetní závěrce včetně výkazu cash flow
- vnitropodnikového účetnictví, např. kalkulace, plány
- výročních zpráv
- podnikových statistik
- vnitřních směrnic

### ***Rozvaha***

Rozvaha je z pohledu finanční analýzy nejdůležitějším zdrojem informací. Zachycuje finanční zdroje podniku k určitému datu a majetek, který podnik z těchto zdrojů financoval.

Aktiva jsou v rozvaze uspořádána podle likvidnosti složek majetku, tzn. podle toho, jak rychle je možné přeměnit tento majetek ve finanční hotovost. První položkou na straně aktiv jsou pohledávky za upsaný základní kapitál. Majetek se dělí na tři skupiny – stálá, oběžná a přechodná aktiva. Stálá aktiva obsahují dlouhodobý nehmotný majetek (např. software), dlouhodobý hmotný majetek (např. pozemky, budovy, stroje, zařízení) a dlouhodobý finanční majetek (např. dlouhodobé cenné papíry).

Pasiva se člení na vlastní kapitál a cizí zdroje. Jedná se o zdroje, ze kterých podnik financuje svůj majetek. Vlastní kapitál zahrnuje základní kapitál, kapitálové fondy, fondy ze zisku, výsledek hospodaření minulých let a běžného účetního období. Do cizích zdrojů patří rezervy, dlouhodobé i krátkodobé závazky, bankovní úvěry, finanční výpomoci a ostatní pasiva.

Velmi důležitý je poměr stálých aktiv a dlouhodobých zdrojů. O žádoucím poměru mezi těmito složkami pojednává *zlaté pravidlo financování*: na krytí stálých aktiv by se měly použít pouze ty zdroje, které má podnik k dispozici dlouhodobě. Při porovnání mohou nastat tyto situace:

- stálá aktiva > dlouhodobé zdroje – v tomto případě je podnik podkapitalizován, to znamená, že podnik používá část krátkodobých zdrojů na financování stálého majetku;
- stálá aktiva < dlouhodobé zdroje – v tomto případě je podnik překapitalizován, znamená to, že podnik používá část dlouhodobých zdrojů na financování oběžného majetku.

Dalším důležitým poměrem je vztah mezi oběžným majetkem a krátkodobými zdroji. Pokud je podnik překapitalizován, oběžný majetek přesáhne krátkodobé závazky. Rozdíl mezi těmito položkami je nazýván čistý pracovní kapitál.<sup>6</sup> Pomocí čistého pracovního kapitálu by měl podnik krýt oběžná aktiva. Čistý pracovní kapitál představuje tu část prostředků, která podniku umožní pokračovat ve svých aktivitách i v případě, že dojde k nějaké nepříznivé situaci. Přebytek oběžných aktiv nad krátkodobými dluhy znamená, že má podnik dobré finanční zázemí a je schopen dostat svým závazkům. V opačném případě vzniká nekrytý dluh.

Z rozvahy můžeme rovněž vyčíst, jak úspěšný byl management při získávání zdrojů pro financování (krátkodobé a dlouhodobé zdroje a jejich cena) a také do kterých složek aktiv byly tyto zdroje alokovány. Při analýze jednotlivých složek je nutné vzít v úvahu i skutečnosti, které v rozvaze nenajdeme a které by mohly ovlivnit jejich vypovídací schopnost. Jedná se zejména o účetní a daňové způsoby odpisování, způsob tvorby opravných položek a rezerv, způsob oceňování zásob a princip účtování v historických cenách pro majetkové části.

### ***Výkaz zisku a ztrát***

Obsah tohoto výkazu tvoří hospodářský výsledek, rozdíl mezi výnosy a náklady. Hospodářský výsledek je uspořádán tak, že jsou postupně vypočítány dílčí výsledky hospodaření v oblasti provozní, finanční a mimořádné. Tomu také odpovídá uspořádání výnosů a nákladů. Za nejdůležitější součást výsledku hospodaření (VH) je považován provozní VH, který je jádrem celé podnikové ekonomiky. Dává obraz o tom, co skutečně podnik vyprodukoval ze své výrobní kapacity. Část finanční doplňuje VH o výnosy a náklady vznikající v souvislosti se vztahy s institucemi finančního trhu. Všechny mimořádné okolnosti, které nastaly během sledovaného období, zachycuje mimořádný VH.

Výnosy a náklady jsou tokové veličiny, proto musíme tuto skutečnost brát na zřetel v případě, kdy s těmito výkazy pracujeme během roku. Výkonnost podniku na základě tohoto výkazu lze porovnávat pouze se srovnatelným obdobím minulého roku.

---

<sup>6</sup> Net working capital

Výkaz zisku a ztrát odráží úspěšnost práce managementu ve využívání majetkové základny podniku a rovněž kapitálu, který podnik do podnikatelské činnosti zapojil.<sup>7</sup> Z výkazu můžeme také vyčíst, zda podnik vytvářel rezervy do budoucnosti.

### ***Výkaz cash-flow***

Výkaz o peněžních tocích najdeme v příloze k účetní závěrce. Snaží se zachytit peněžní prostředky podniku a jejich využití. Jsou zde rozlišeny peněžní toky z provozní, investiční a finanční oblasti. Stejně jak ve výkazu zisku a ztrát jsou veličiny ve výkazu cash-flow veličiny tokové.

Účelem tohoto výkazu je popsat vývoj a příčiny změn ve finanční situaci podniku. Zároveň slouží pro posouzení likvidity podniku.

### **2.2.2 Externí zdroje dat**

Neméně důležité pro finanční analýzu jsou data z ekonomického prostředí podniku. Většinu z těchto informací poskytují Ministerstvo obchodu a průmyslu České republiky, Český statistický úřad, Burza cenných papírů Praha, a. s.. Jedná se zejména o údaje ze státních statistik, údaje ministerstev, burzovní zprávy a zprávy odborného tisku.

## **2.3 Přístupy k finanční analýze**

Metody finanční analýzy je možno rozdělit z různých pohledů. Obecně však existují dva přístupy, jak zhodnotit hospodářské jevy v podniku. Jedná se o fundamentální a technickou analýzu.

- *Fundamentální analýza* se soustřeďuje na vyhodnocování kvalitativních údajů o podniku, přičemž základní metodou analýzy je odborný odhad založený na empirických a teoretických znalostech odborníka. Informace kvantitativní povahy se do analýzy zahrnují, nezpracovávají se však pomocí algoritmizovaného matematického aparátu.
- *Technická analýza* představuje kvantitativní zpracování ekonomických dat za použití algoritmizovaných matematických metod, přičemž získané výsledky jsou vyhodnocovány jak kvantitativně, tak i kvalitativně.

---

<sup>7</sup> ŠULÁK, M.; VACÍK, E.: *Měření výkonnosti firem*. 1. vyd. Plzeň : Západočeská univerzita v Plzni, 2003. 138 s. ISBN 80-7043-258-6.



Mezi metody technické analýzy patří elementární metody, které využívají elementárních matematických postupů (mezi ně patří např. horizontální a vertikální analýza, analýza poměrových ukazatelů) a vyšší metody finanční analýzy, které využívají matematicko-statistických a dalších metod (do této skupiny metod patří např. bodové odhady, výpočty korelačních koeficientů či diskriminační analýza). V následujícím textu se budu věnovat elementárním metodám technické analýzy, stručně pojednám o *standardních metodách* a podrobněji rozeberu *metody moderní* vycházející z koncepce ekonomického zisku.

## 2.4 Metody měření finanční výkonnosti podniku

Nejvíce používaný postup měření výkonnosti podniku vychází z finančních ukazatelů. Mezi *standardní metody finanční analýzy* jsou řazeny:

### *Analýza absolutních ukazatelů*

Absolutní ukazatele jsou vyjádřením objemu položek účetních výkazů. Uplatnění absolutních ukazatelů lze nalézt v analýze horizontální a vertikální. Horizontální analýza sleduje změnu absolutní hodnoty daného ukazatele a jeho procentní změnu v čase po řádcích, tedy horizontálně v jednotlivých výkazech. Při vertikální analýze se pracuje po sloupcích, kdy se vypočítávají procentní podíly jednotlivých komponent.

### *Analýza rozdílových ukazatelů*

Rozdílové ukazatele bývají označovány jako fondy peněžních prostředků. Vyjadřují rozdíl dvou ukazatelů absolutních. Typickým příkladem je čistý pracovní kapitál.

### *Analýza poměrových ukazatelů*

Poměrové ukazatele vyjadřují poměr dvou absolutních ukazatelů. Umožňují získat rychlý obraz o základních charakteristikách podniku, umožňují provádět časové srovnání či porovnání s jinými podniky odvětví. Zpravidla se uvádí pět základních skupin poměrových ukazatelů, podle skutečnosti, na kterou se zaměřují. Jsou to ukazatele rentability, aktivity, zadluženosti, likvidity a ukazatele na bázi cash flow.

Analýzou rentability se snažíme vyjádřit efektivnost vložených prostředků, je definována jako poměr zisku a vloženého kapitálu. Za zisk je možné dosadit jeho různé podoby<sup>8</sup> v závislosti na požadovaném obsahu ukazatele.

---

<sup>8</sup> EBIT – Earnings before Interest and Tax (zisk před úhradou úroků a daně z příjmů)  
EBT – Earnings before Tax (zisk před úhradou daně z příjmů)  
EAT – Earnings after Tax (zisk po zdanění)

Mezi ukazatele rentability patří rentabilita vlastního kapitálu (ROE – Return on common Equity). Vyjadřuje výnosnost kapitálu vloženého vlastníky do podniku (akcionáři, členy družstva, společníky).

$$ROE = \text{zisk po zdanění} / \text{vlastní kapitál}$$

Zhodnocení vlastního kapitálu je z pohledu investorů velmi důležité, mělo by pokrýt běžnou úrokovou míru a rizikovou prémii. V opačném případě bude pro investory výhodnější zhodnotit svůj kapitál jiným způsobem.

Dalším ukazatelem rentability je rentabilita celkových vložených aktiv (ROA – Return on Assets). Poměří dosazený efekt k celkově zapojenému majetku do podnikatelské činnosti. Svou konstrukcí abstrahuje od změn v daních i od změn v nastavení kapitálové struktury. Měří hrubou produkční sílu aktiv podniku.

$$ROA = EBIT / \text{celková aktiva}$$

Kde: EBIT.....zisk před úhradou úroků a daně z příjmů (Earnings before Interest and Tax).

### ***Analýza soustav ukazatelů***

Soustavě ukazatelů umožňují pohlédnout na vzájemné souvislosti mezi jednotlivými ukazateli. V pyramidové soustavě je vždy jeden ukazatel zvolen jako nejdůležitější a jeho další analýza má za úkol identifikovat a kvantifikovat činitele ovlivňující tento ukazatel. Příkladem je Du Pontova analýza.

Standardní metody finanční analýzy nám umožňují zpracovávat velká množství dat v krátkém čase a porovnat jejich výsledky s doporučenými hodnotami nebo s odvětvovými průměry. Problémem při hodnocení ekonomické výkonnosti podniku pomocí finančních ukazatelů je však jejich vypovídací schopnost. Poskytují nám informace především o minulých událostech, můžeme se z nich dovědět velmi málo o skutečné dynamice a proměnlivosti faktorů, které podnik ovlivňují. Proto vznikly nové metody, které jsou doplněny o tzv. nová hodnotová kritéria pro měření ekonomické výkonnosti podniku, vycházející z koncepce ekonomického zisku. Těmto metodám finanční analýzy, které jsou nazývány *metodami moderními*, se budu věnovat v následující kapitole.

### 3 MODERNÍ METODY FINANČNÍ ANALÝZY

V současné době, pod vlivem změn ekonomického prostředí (globalizace), dochází k posunu v oblasti ukazatelů pro měření výkonnosti podniku. A to směrem k maximalizaci hodnoty pro vlastníky. Tento trend pochází zejména ze zemí s vyspělým kapitálovým trhem. Jsou využívána tzv. hodnotová kritéria pro měření výkonnosti podniku.

Základní odlišnost proti tradičním ukazatelům spočívá ve dvou momentech:<sup>9</sup>

- zavádí myšlenku tzv. oportunitních nákladů (nákladů ušlé příležitosti) do měření výkonnosti, které vystupují v podobě ceny, resp. nákladů kapitálu (WACC – Weighted Average Costs Capital),
- pracuje s provozním hospodářským výsledkem (NOPAT - net operating profit after tax).

Klasické metody finanční analýzy byly kritizovány z důvodu omezeného hodnocení z pohledu tvorby hodnoty. Problémem je skutečnost, že účetně vykázaný hospodářský výsledek a z něho odvozené ukazatele nejsou dostatečně závislé na tvorbě hodnoty pro vlastníky. Znamená to tedy, že vysoký výsledek hospodaření nezaručuje nárůst hodnoty akcií na kapitálovém trhu. Dalším neméně důležitým problémem je možnost ovlivnění vykazaného zisku pomocí legálních účetních postupů či nezohlednění časové hodnoty peněz a rizika. Proto byl vyvinut tlak na hledání nových způsobů, jak provázat finanční výkonnost podniku s tvorbou hodnoty pro akcionáře. Snaha o sjednocení cílů a strategií managementu s tvorbou hodnot pro akcionáře je nazýván hodnotové řízení.<sup>10</sup> Základem tohoto přístupu jsou právě výše zmíněná hodnotová kritéria.

Řešení se v osmdesátých letech hledalo v použití peněžních toků a z nich vycházející metody diskontovaného cash flow (DCF). Tato metoda je vhodná pro výnosové oceňování podniku, peněžní toky a z nich vycházející oceňovací metody mají užší souvislost se skutečnou tržní hodnotou podniku (ve srovnání např. s ukazateli typu ROE).

Metoda diskontovaného cash flow se však neosvědčila jako součást běžného řízení, neboť na ni nelze stavět ukazatele hmotné zainteresovanosti manažerů. Řada autorů se také domnívá, že pokud se díváme na podnik pouze z hlediska analýzy peněžních toků, jedná se o krok zpět.

---

<sup>9</sup> KISLINGEROVÁ, E.: *Oceňování podniku 2. přepracované a doplněné vydání*. 2 vyd. Praha : C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

<sup>10</sup> Angl. Value Based Management

Snaha o nalezení ukazatele, který by dokázal srozumitelně a jednoznačně ohodnotit výkonnost podniku, vyústila v devadesátých letech. Na začátku devadesátých let přichází poradenská firma Stern, Stewart & Co. ze Spojených států amerických s hodnotově orientovaným měřením výkonnosti, které vešlo do známosti pod názvem EVA (Economic Value Added – ekonomická přidaná hodnota). V roce 1991 byl tento koncept publikován jako nástroj k řízení a oceňování podniku, na tuto práci pak navázalo velké množství dalších a tato metoda začala být čím dál častěji aplikována i na podniky Evropy, včetně České republiky.

V dalším textu této práce se budu zabývat smíšenou metodou hodnocení podniku - Balanced Scorecard, dále finančními metodami – CFROI (Rentabilita investic založená na peněžních tocích), MVA (Tržní přidaná hodnota) a EVA. Metody CFROI a MVA jsou v podmínkách České republiky obtížně aplikovatelné, neboť vycházejí z dat z kapitálového trhu, který u nás není dostatečně efektivní. Ekonomická přidaná hodnota bude popsána podrobně, neboť při hodnocení ekonomické výkonnosti vybraného podniku bude použita právě tato metoda.

### **3.1 BSC – Balanced Scorecard**

Původní koncept byl vyvinut na počátku devadesátých let Robertem S. Kaplanem a Davidem P. Nortonem. Východiskem se stal střet mezi potřebou podniku stát se dlouhodobě konkurenceschopným a tradičním modelem finančního účetnictví (silné finanční zaměření při podnikovém činnostech). Vysvětlení je jednoduché: aby se mohla dostatečně zhodnotit tvorba hodnoty podniku, měla by se tato finanční orientace rozšířit o finanční a nefinanční ukazatele. A právě toto respektuje BSC. Zachovává tradiční finanční měřítka minulé výkonnosti a doplňuje je o nová měřítka výkonnosti budoucí.

Existují dva přístupy k Balanced Scorecard. Autoři R. S. Kaplan a D. P. Norton vycházejí z přístupu strategie-měřítka-akce. Kládou důraz na určení finančních a nefinančních měřítek. Představitelem druhého přístupu je konzultační firma Horváth&Partners. Vychází z přístupu strategie-cíle. Zabývá se aplikací BSC v praxi a klade důraz na stanovení strategií a cílů. Ve své podstatě jsou však oba přístupy identické.

#### **3.1.1 Základní charakteristika**

Balanced Scorecard popisuje dosažení strategických cílů konkrétními akcemi a rozhodnutími. Strategické cíle jsou odvozeny z vize a strategie podniku. Abychom mohli sledovat jejich dosažení, je nutné k těmto cílům přiřadit finanční a nefinanční měřítka. Dosažení cílů zajišťují

strategické akce, které jsou k jednotlivým cílům přiřazeny. Tyto akce mají zadány termín, rozpočet a zodpovědnou osobu.

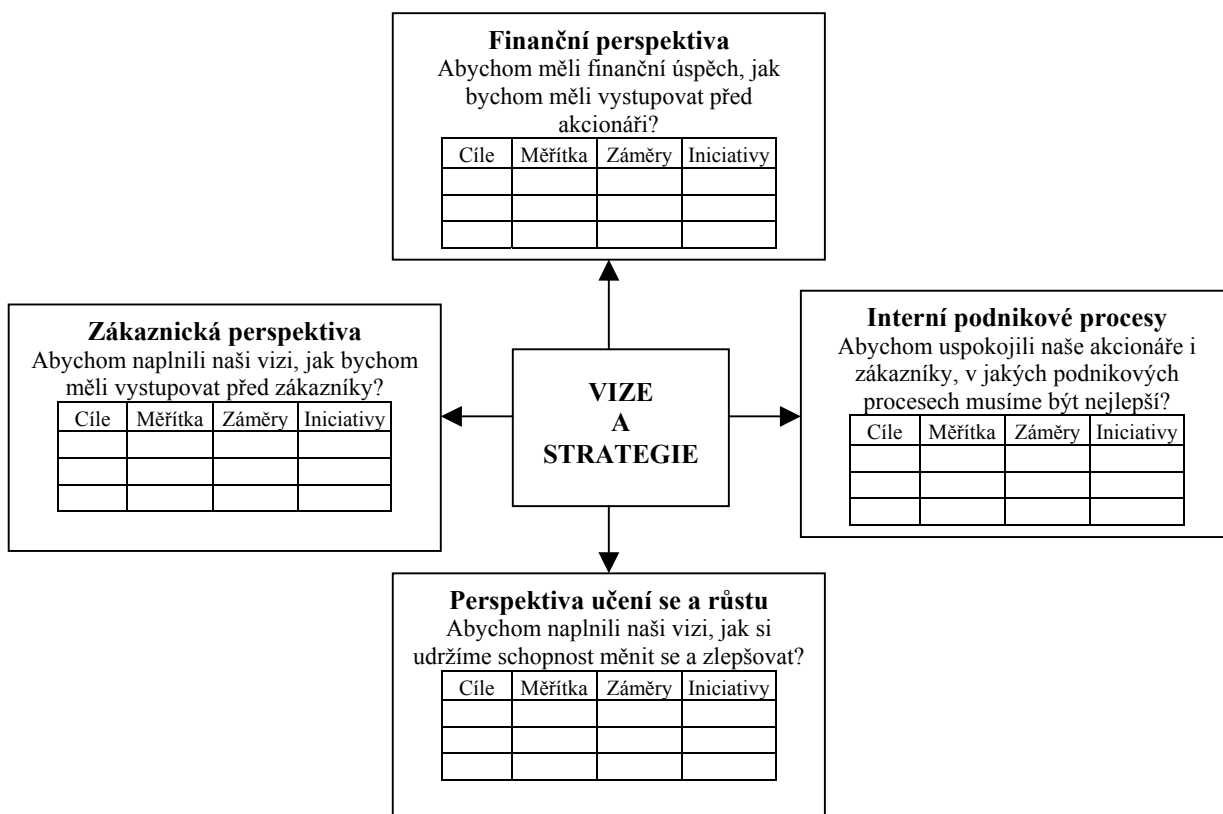
BSC jako strategický manažerský systém slouží k realizaci těchto procesů:<sup>11</sup>

- k vyjasnění a převedení vize a strategie do konkrétních cílů,
- ke komunikaci a propojení strategických plánů a měřítek,
- k plánování a stanovení cílů a sladění strategických iniciativ,
- ke zdokonalení strategické zpětné vazby a procesu učení se.

### 3.1.2 Perspektivy BSC

V rámci BSC jsou cíle, měřítka a strategické akce přiřazena konkrétnímu úhlu pohledu, tzv. perspektivám. Toto přiřazení má zabránit jednostrannému přemýšlení při odvozování a sledování cílů. Tvůrci BSC navrhují čtyři základní perspektivy: finanční, zákaznickou, interních procesů a potenciálů.

Obrázek č. 1: Rámec BSC



*Pramen: KAPLAN, R. S.; NORTON, D. S.: Balanced scorecard: strategický systém měření výkonnosti podniku. 1 vyd. Praha : Management Press, 2001. 267 s. ISBN 80-7261-037-6.*

<sup>11</sup> KAPLAN, R. S.; NORTON, D. S.: *Balanced scorecard: strategický systém měření výkonnosti podniku*. 1 vyd. Praha : Management Press, 2001. 267 s. ISBN 80-7261-037-6.

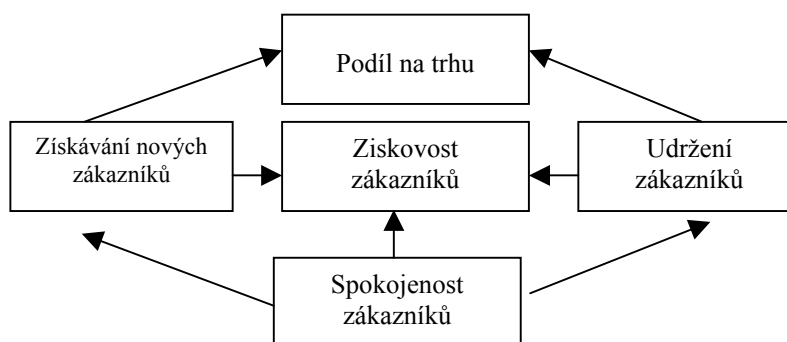
### ***Finanční perspektiva***

Základní otázka této perspektivy je: Jaké cíle vyplývají z finančních očekávání našich investorů? Sleduje spokojenost vlastníků, uspokojení jejich zájmů. Finanční cíle se většinou týkají ziskovosti, měřené např. pomocí provozního zisku, ROE (rentability vlastního kapitálu) nebo ekonomické přidané hodnoty (EVA). Tyto finanční cíle a měřítka by měly definovat jak finanční výkonnost, která je od strategie očekávána, tak i sloužit ke zhodnocení cílů a měřítek ostatních perspektiv BSC.

### ***Zákaznická perspektiva***

Základní otázka zákaznické perspektivy je: Jaké cíle týkající se našich zákazníků by měly být stanoveny, aby mohly být zároveň dosaženy finanční cíle? Souvislost s finančními cíli je následující: právě segment zákazníků je pro podnik zdrojem obrátů. V této perspektivě dochází k určení zákaznických a tržních segmentů, ve kterých chce podnik konkurovat. Musí být vyjasněno, jak chce být daný podnik vnímán zákazníky. Sleduje spokojenost zákazníků, uspokojení jejich zájmů tak, aby se pro ně daný podnik stal tím nejlepším dodavatelem, kterého budou preferovat před ostatními. Základní měřítka a jejich příčinné souvislosti jsou znázorněny na následujícím obrázku.

Obrázek č. 2: Zákaznická perspektiva – základní měřítka



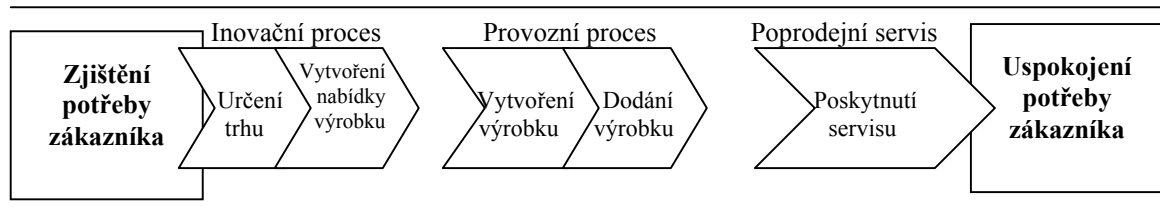
*Pramen: KAPLAN, R. S.; NORTON, D. S.: Balanced scorecard : strategický systém měření výkonnosti podniku. 1 vyd. Praha : Management Press, 2001. 267 s. ISBN 80-7261-037-6.*

### ***Perspektiva interních podnikových procesů***

V této perspektivě by měli manažeři definovat takové procesy, ve kterých by mělo být dosaženo skvělých výsledků, aby bylo možno dosáhnout zákaznických a finančních cílů. Daná strategie podniku určuje nejen výsledky, kterých má být dosaženo, ale také způsob jejich dosažení. Schopnost rozvíjet úspěšné strategie zajišťuje vyrovnanost aktivit, které v podniku probíhají. Tyto aktivity jsou konkrétní formou interních podnikových procesů,

keré tvoří dohromady hodnotový řetězec. V rámci BSC se doporučuje definovat interní hodnotový řetězec, který začíná inovačním procesem, pokračuje provozním a končí poprodejním procesem (viz Obrázek č. 3).

Obrázek č. 3: Perspektiva interních podnikových procesů – obecný model hodnotového řetězce



*Pramen: KAPLAN, R. S.; NORTON, D. S.: Balanced scorecard : strategický systém měření výkonnosti podniku. 1 vyd. Praha : Management Press, 2001. 267 s. ISBN 80-7261-037-6.*

### ***Perspektiva učení se a růstu***

Základní otázka této perspektivy zní: Jaké cíle týkající se učení se a růstu by měly být stanoveny, aby podnik dokázal reagovat na současné a budoucí výzvy? Tyto cíle musí umožnit, aby byly zároveň dosaženy cíle ostatních třech perspektiv. Tato perspektiva se zabývá zdroji, mezi které patří zaměstnanci, znalosti, inovace, technologie nebo informační systémy. Pro dosažení dlouhodobých finančních cílů je v rámci BSC kladen důraz na důležitost investování do budoucnosti – do nových zařízení, výzkumu a vývoje produktů, ale hlavně také do lidí a systémů.

### **3.1.3 Přínosy Balanced Scorecard**

Balanced Scorecard předpokládá aktivní přístup k řízení a působení manažerů na podnik, kdy samotní manažeři měří a vyhodnocují řadu jimi zvolených ukazatelů. BSC pomáhá managementu oprostít se od úzce profesního pohledu na firmu a vede k pohledu na firmu jako celek. BSC upozorňuje na zásadní problémy strategického řízení a snaží se na ně reagovat. Je nástrojem pro převedení vize do konkrétních měřitelných plánů a cílů.

Mezi hlavní přínosy nasazení BSC patří:

- podporuje procesní přístup,
- pružně sleduje plnění podnikové strategie,
- vzniká synergický efekt při plnění jednotlivých ukazatelů,
- propojuje všechny stupně řízení,
- vytváří konstruktivní tlak na pracovníky, kteří jsou odpovědní za plnění ukazatelů a dosažené hodnoty.

## 3.2 EVA – Economic Value Added<sup>12</sup>

Největší problém ekonomů v prostředí globalizace ekonomiky byl a stále je nalézt ukazatel, který dokáže srozumitelně a jednoznačně ohodnotit ekonomickou výkonnost podniku. Nalézt takový ukazatel, který se při posuzování úspěšnosti podniku nezaměřuje pouze na dosažení zisku, ale zároveň respektuje tvorbu hodnoty pro vlastníky.

V posledních letech se čím dál více prosazuje koncept ekonomické přidané hodnoty (EVA). Autory této metody jsou Američané G. B. Stewart a J. M. Stern, kteří ji dále rozpracovali. Metoda EVA vznikla ve Spojených státech amerických, postupně se rozšířila do zemí Evropy, v současnosti je aplikována také na podniky v České republice a neustále získává na své významnosti. V České republice získává ukazatel popularitu především pracemi akademiků Maříkových (Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku), Neumaierových (Výkonnost a tržní hodnota firmy) a Evy Kislingerové (Oceňování podniku).<sup>13</sup>

### 3.2.1 Koncept ekonomického zisku

Ekonomická přidaná hodnota (EVA) je metoda, která je založená na ekonomickém zisku. Ekonomický zisk respektuje všechny náklady na vynaložený kapitál, náklady vlastního kapitálu i náklady na cizí kapitál.

Základ myšlenky rozlišování mezi účetním ziskem, který vykazuje účetnictví, a ekonomickým ziskem, lze nalézt v mikroekonomii. Rozdíl ekonomického zisku proti účetnímu spočívá v tom, že ekonomický zisk je rozdílem mezi výnosy a ekonomickými náklady (zahrnujícími kromě účetních nákladů i náklady ušlé příležitosti). Jestliže podnik vykazuje účetní zisk, pak ekonomický zisk vykazuje za předpokladu, že rentabilita vlastního kapitálu je přinejmenším rovna nákladům na vlastní kapitál. Většina podniků však využívá i dluhové financování, v takovém případě se porovná rentabilita aktiv s nároky jak akcionářů, tak i věřitelů (souhrnně vyjádřeny váženými průměrnými náklady kapitálu).

$$\text{účetní zisk} = \text{výnosy} - \text{účetní náklady}$$

$$\text{ekonomický zisk} = \text{celkový výnos kapitálu} - \text{náklady na kapitál}$$

---

<sup>12</sup> Ekonomická přidaná hodnota

<sup>13</sup> Viz seznam použité literatury



### 3.2.2 Výpočet ukazatele EVA

EVA je definována jako operační zisk snížený o náklady na veškerý kapitál použitý k produkci tohoto zisku. Konstrukce ukazatele EVA se opírá o tři klíčové hodnoty: NOPAT, Capital a WACC. Základní podoba vzorce pro výpočet tohoto ukazatele je následující:<sup>14</sup>

$$EVA (entity) = NOPAT - Capital \times WACC$$

Kde: NOPAT.....zisk z operační činnosti podniku (zisk z provozních operací) po dani (Net Operating Profit After Taxes),  
Capital.....kapitál vázaný v aktivech, která slouží operační činnosti podniku (aktivech potřebných k hlavnímu provozu podniku),  
WACC.....průměrné vážené náklady kapitálu (Weighted Average Cost of Capital).

Vzorec EVA equity založený na rentabilitě vlastního kapitálu (ROE) má podobu:

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

Kde:  $r_e$  ..... alternativní náklad vlastního kapitálu,  
VK.... vlastní kapitál.

Na první pohled se jedná o jednoduše vypadající nástroj, problémy však mohou vzniknout při bližším pohledu na jednotlivé komponenty z tohoto vzorce. Pro správnou konstrukci tohoto ukazatele je nutné správné určení těchto komponent.

*Zisk z provozní činnosti (NOPAT)* nelze ztotožnit s tradičním provozním ani hospodářským výsledkem za běžné období, protože může obsahovat komponenty, které nemusí souviset s operativními aktivy. NOPAT představuje hospodářský výsledek, který byl vytvořen v souvislosti s hlavní činností firmy. Součástí NOPAT nejsou zisky nebo ztráty, které nesouvisejí s hlavní provozní činností, např. zisk/ztráta z finančních operací, prodeje hmotného dlouhodobého majetku nebo z činností mající charakter mimořádných operací.

*Složka Capital* představuje souhrn všech finančních zdrojů, které do podniku vložili investoři. Tato položka je označována také jako čistá operativní aktiva (Net Operating Assets – NOA). Východiskem pro jejich určení jsou aktiva vykázána v účetních výkazech, která jsou dále upravována.

---

<sup>14</sup> MAŘÍKOVÁ, P.; MAŘÍK, M.: *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. Přepracované a rozšířené vydání.* 2 vyd. Praha : Ekopress, 2005. 168 s. ISBN 80-86119-61-0. s. 13.

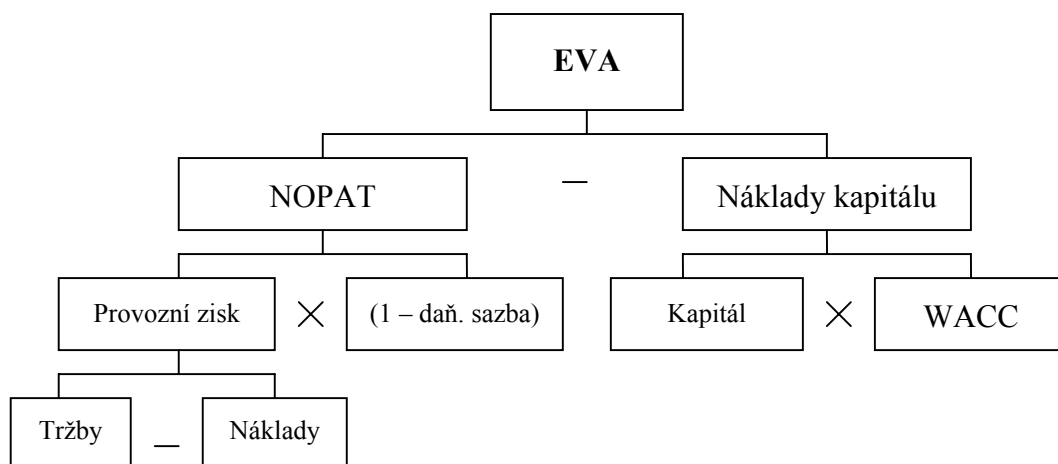
Poslední složkou nezbytnou pro výpočet ukazatele EVA jsou *průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)*. Můžeme je vypočítat podle vzorce:

$$WACC = r_d * (1 - t) * D/C + r_e * E/C$$

Kde:  $r_d$  .....náklady na cizí kapitál, tj. úrok,  
 $t$  ..... sazba daně z příjmu,  
 $D$ ..... cizí kapitál (Debt),  
 $C$ ..... celkový kapitál (E+D, Equity + Debt),  
 $r_e$  .....náklady na vlastní kapitál (Return of Equity),  
 $E$ ..... vlastní kapitál (Equity).

Vztah mezi faktory ovlivňujícími ukazatel EVA je znázorněn na následujícím obrázku:

Obrázek č. 4: Rozklad ukazatele EVA



*Pramen: KISLINGEROVÁ, E.: Oceňování podniku 2. přepracované a doplněné vydání. 2 vyd. Praha : C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.*

### 3.2.3 Konverze účetních vstupů na model ekonomický

Většina moderních metod hodnocení výkonnosti podniku (včetně metody EVA) se snaží přiblížit vstupní údaje z účetnictví jejich skutečným hodnotám. Východiskem pro výpočet ekonomické přidané hodnoty je tzv. účetní model založený na údajích a hodnotách z rozvahy a z výkazů zisků a ztrát. Tradiční účetní výkazy, z nichž jsou čerpány údaje pro výpočet ukazatele EVA, jsou nevhodné, protože účetnictví se orientuje především na potřeby věřitelů. Příkladem může být zásada oceňování v historických cenách, která obsahuje předpoklad, že v průběhu času nedochází ke změnám v kupní síle peněžní jednotky. To však v praxi nenastává.

Při dodržování této zásady pak není splněna zásada pravdivého a věrného zobrazení, což vede ke zkreslení vypovídací schopnosti účetních informací a skutečné ekonomické situace podniku. S tím jsou však nespokojeni akcionáři, pro které je důležitější reálný obraz aktiv a pasiv.

Nevýhoda účetnictví spočívá v tom, že je statické, vykazuje minulé skutečnosti a účetní výkazy jsou zaměřeny krátkodobě. Investoři chtějí znát budoucí výnosy a rizika spojená s jejich investicemi, proto je nutné v účetním modelu provést řadu úprav, které budou zaměřeny na potřeby akcionářů a konzistenci dat potřebných k měření výnosnosti.

Ekonomická přidaná hodnota byla vyvinuta v podmínkách Spojených států, proto úpravy vycházejí ze Všeobecně uznávaných účetních zásad ve Spojených státech (US GAAP)<sup>15</sup>. Aby byly použitelné, je třeba znát základní rozdíly mezi nimi a českými účetními předpisy. Existuje velké množství úprav, které transformují model s účetními daty na model ekonomický. Stern Stewart & Co. používá seznam úprav, který obsahuje více než 160 položek. Kompletní seznam úprav je obchodním tajemstvím této společnosti. Některé z těchto úprav jsou však příliš malé nebo příliš komplexní, aby se daly použít. Na základě toho se doporučuje použít jen ty úpravy, které mají v konkrétním případě nejdůležitější význam. Obecně lze nutné úpravy shrnout do čtyř druhů konverzí:<sup>16</sup>

- a) operativní konverze
- b) konverze finančních zdrojů
- c) daňová konverze
- d) akcionářská konverze

#### ***a) operativní konverze***

Operativní hospodářský výsledek i kapitál musí být očištěny od nákladů a výnosů, které neslouží k dosažení a udržení příjmů z hlavní podnikatelské činnosti, tzn. od všech neoperativních nákladů a výnosů (příkladem je mimořádný náklad nebo výnos). Také se musí z bilance odstranit aktivované, ale podnikatelsky nevyužívané komponenty, např. nevyužitý nehmotný a hmotný majetek. Ve vztahu k ekonomické přidané hodnotě se používá pojem čistá operativní aktiva (net operating assets – NOA) a ekonomický zisk je pak chápán jako výsledek činnosti čistých operativních aktiv.

---

<sup>15</sup> GAAP = Generally Accepted Accounting Principles

<sup>16</sup> MAŘÍKOVÁ, P.; MAŘÍK, M.: *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. Přepracované a rozšířené vydání*. 2 vyd. Praha : Ekopress, 2005. 168 s. ISBN 80-86119-61-0.

### ***b) konverze finančních zdrojů***

Hlavním účelem této konverze je přesné vymezení zdrojů financování použitých k investování. Aby byly zahrnuty všechny zdroje, je třeba doplnit účetně vykazované zdroje financování o další alternativy, aby byl vytvořen reálný a úplný obraz financování podniku. Jedná se o leasingové financování, tiché rezervy a různé formy pronájmu. Z tohoto pohledu je např. operativní leasing chápán jako investice a proto je třeba NOPAT zvýšit o úrokovou část leasingových plateb a aktivovat leasingové platby jako hmotný majetek.

### ***c) daňová konverze***

Daňová konverze se zabývá oblastí cizího financování. Vychází z toho, že cizí financování má být zohledněno pouze v kapitálových nákladech. A právě tato konverze slouží k tomu, aby byly odstraněny daňové efekty cizího financování, např. odstranění možnosti odpočtu úvěru z daňového základu. NOPAT tak představuje výnos podniku, který je fiktivně financován vlastním kapitálem. Zjistí se jako rozdíl zisku před zdaněním a skutečným zdaněním, k němuž se připočte hodnota daňového štítu cizího financování. Rozdíl, který takto vznikne, se musí zohlednit jako úprava v bilanci.

### ***d) akcionářská konverze***

Tím, že se při výpočtu čistých operativních aktiv počítá s aktivy nezohledněnými v rozvaze (např. některá nehmotná aktiva), musí docházet k úpravám na straně pasiv. Jde převážně o zvyšování vlastního kapitálu, která se zohlední v upravené rozvaze jako ekvivalenty vlastního kapitálu (equity equivalents). Mezi takové úpravy se řadí mimo jiné výdaje na vědu a výzkum nebo marketingový průzkum, které nejsou považovány za náklady, ale za investice (tzn., že se také odepisují). Tím se docílí relativní stability ukazatele NOPAT, protože nebude zatížen jednorázovými náklady. V rámci této konverze se ke kapitálu také připočítává přecenění aktiv směrem k tržním hodnotám a i získaný goodwill, neboť představuje hodnotu pro akcionáře.

Cílem těchto úprav je:

- podpora rozhodnutí, která budou zvyšovat hodnotu podniku,
- upravit zkrácení údajů, které jsou způsobeny legálními účetními postupy,
- upravit strukturu financování o položky nezjištěné v účetní rozvaze,
- vymezení operativních aktiv a k nim se vztahujících nákladů a výnosů.

### 3.2.4 Propočet komponent ekonomické přidané hodnoty

Tato podkapitola bude věnována úpravám jednotlivých položek na veličiny vstupující do ukazatele ekonomické přidané hodnoty s ohledem na české účetní předpisy. Těchto úprav však existuje velké množství, proto budou uvedeny pouze ty nejdůležitější. Východiskem pro výpočet ekonomické přidané hodnoty je tzv. účetní model založený na údajích a hodnotách z rozvahy a z výkazů zisků a ztrát. Z definice ekonomické přidané hodnoty vyplývá, že k jejímu výpočtu je potřeba zjistit následující tři veličiny:

- NOPAT – hospodářský výsledek z operativních činností,
- Kapitál – aktiva odpovídající tomuto hospodářskému výsledku,
- WACC – průměrné vážené náklady kapitálu.

#### 3.2.4.1 Určení operativních aktiv (NOA – Net Operating Assets)

Při určování operativních aktiv se vychází především z rozvahy. Cílem je přejít na ekonomickou rozvahu, ze které snadno určíme výši investovaného kapitálu. V ekonomických aktivech by měly být zachyceny všechny položky, které slouží k operativní činnosti podniku a které jsou zdrojem tvorby operativních výnosů. Je proto nutné z aktiv vydělit neoperativní aktiva, která se nepodílejí na základní podnikatelské činnosti podniku. Dále by se měly v tržní hodnotě aktivovat takové položky, které se podílejí na základní podnikatelské činnosti, ale doposud nebyly účetně vykázány. Navíc je třeba vyjádřit účetní aktiva v ocenění, která odpovídají jejich skutečné hodnotě. Aktiva je vhodné snížit o zdroje financování, u nichž nelze určit náklady kapitálu a o neúročný cizí kapitál. Současně s úpravou aktiv je třeba upravit pasiva, neboť každá změna aktiv vyvolá odpovídající změnu na straně pasiv.

#### Vyloučení neoperativních aktiv

Vymezení neoperativních aktiv je specifickou činností, která se liší podle konkrétní situace podniku podle vymezení operativní činnosti. V následujícím přehledu jsou jednotlivé položky aktiv, které by neměly být zahrnuty do rozvahy podle principů pro výpočet ukazatele EVA.

- *Nedokončené investice*

Autoři Mařík a Maříková<sup>17</sup> doporučují nedokončené investice z čistých operativních aktiv vyloučit. Důvodem je fakt, že nejsou zatím použitelné v provozní činnosti podniku, tj.

---

<sup>17</sup> MAŘÍKOVÁ, P.; MAŘÍK, M.: *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. Přepracované a rozšířené vydání*. 2 vyd. Praha : Ekopress, 2005. 168 s. ISBN 80-86119-61-0.

nepodílí se na tvorbě současných hospodářských výsledků. Na straně pasiv se v ekonomické rozvaze o jejich velikost sníží vlastní kapitál.

- *Aktiva nepotřebná k operativní činnosti*

Do nevyužívaných aktiv patří např. pronajaté pozemky a budovy nebo nadbytečné zásoby. Předpokládá se, že budou pravděpodobně prodána. Nepodílejí se na tvorbě operativního zisku. Z toho důvodu je třeba účetní hodnotu těchto aktiv vyloučit a o sníženou hodnotu zredukovat vlastní kapitál.

- *Zřizovací výdaje*

České účetní předpisy dovoluují zřizovací výdaje aktivovat, podle US GAAP se tyto výdaje účtují do nákladů. Jde o náklady, které nejsou přímo spojeny s hlavní činností podniku, a proto je nutné je vyloučit z aktiv a o stejnou částku snížit vlastní kapitál.

- *Vlastní akcie*

Vlastní akcie by se v žádném případě neměly započítávat do operativních aktiv, protože nejsou zdrojem operativních výnosů a nezpůsobují žádné kapitálové náklady.

- *Finanční majetek*

Do finančního majetku spadají mimo jiné následující účty – peníze, účty v bankách a krátkodobý finanční majetek. Pokud má krátkodobý finanční majetek charakter rezervy a má ulehčit splácení úvěru nebo financování investic, měl by se odečíst z bilanční sumy. Peněžní prostředky by se měly udržovat na provozně nutné výši. Tyto peněžní prostředky pak mohou být zařazeny do operativních aktiv. Neděje-li se tak, pak by měl být přebytek nad provozně nutnou výši odečten od čistých operativních aktiv.

- *Finanční investice*

Rozhodnutí, zda finanční investice vyčlenit nebo zařadit do čistých operativních aktiv, záleží na účelu finančních investic a charakteru spojení mezi podniky. Pokud slouží pouze k uložení peněz, doporučuje se je z NOA vyčlenit. Naopak by měly být zachovány ty investice, u nichž dochází k propojení hlavních činností mezi analyzovanou společností a společností, do níž je investováno. V tomto případě je žádoucí ocenit je na základě jejich tržních hodnot. U investic, které jsou součástí NOA, je potřebné začlenění výnosů z těchto investic do výpočtu NOPAT. V opačném případě je třeba snížit NOPAT o výnosy způsobené nezahrnutými finančními investicemi.

- *Kumulované neobvyklé zisky*

Protože NOPAT smí obsahovat pouze náklady a výnosy dosažené za běžnou činnost, je třeba vyjmout náklady a výnosy dosažené za mimořádných okolností a tutéž úpravu provést v rozvaze. Opačným příkladem je kumulovaná neobvyklá ztráta, o níž se rozvaha navýší. Zrcadlově se tato operace provede na straně pasiv úpravou vlastního kapitálu.

### **Operativní aktiva nezaznamenaná v rozvaze**

Jak již bylo napsáno dříve, do operativních aktiv je třeba zahrnout všechna aktiva, která se podílejí na tvorbě operativního výsledku, včetně těch, která nejsou zaznamenána v rozvaze.

- *Leasing*

Majetek pronajatý formou leasingu, z něhož nájemci plynou ekonomické užitky a rizika, by měl být zahrnut v rozvaze nájemce, aniž by k němu musel disponovat vlastnickým právem. Důvodem této úpravy je fakt, že se prostřednictvím leasingu financuje velká část investic podniku. Podniky s koupeným majetkem vykazují vyšší investovaný kapitál a také vyšší kapitálové náklady. Proto aktivace leasingových obchodů zvýší hodnotu aktiv a z nich plynoucí závazky jsou vykazovány v pasivech, čímž lze dosáhnout lépe vypovídající porovnatelnosti mezi podniky s nakoupeným a pronajatým majetkem. Aktivace majetku pořízeného na leasing platí jak pro aktiva pořízená na finanční, tak i operativní leasing. V České republice se však leasing účtuje do nákladů a až po jeho splacení se může aktivovat. Zařazení pronajatého aktiva lze provést například tak, že se do aktiv započte hodnota pronajatého předmětu snížená o odpisy a zůstatková cena se uvede v pasivech jak závazek.

- *Goodwill*

Goodwill vzniká jako rozdílová položka při koupi podniku, je chápán jako cenový rozdíl mezi sumou tržních ocenění aktiv a závazků podniku a tržní cenou podniku. Goodwill je bezesporu spojen s výkonnostním potenciálem firmy (je zdrojem výnosů), proto by měl být zahrnut do aktiv ekonomické rozvahy současně se zařazením do vlastního kapitálu.

- *Náklady s dlouhodobými účinky (dlouhodobý nehmotný majetek)*

Někdy může podnik vynaložit určité prostředky, které vykáže jako náklady běžného období, ale jejich účinek bude dlouhodobý, podobně jako u investic. Svým charakterem tyto náklady odpovídají nehmotným aktivům, představují investici do budoucna. Patří sem:

- náklady na výzkum a vývoj (R&D – Research & Development)
- náklady na vzdělání a výchovu pracovníků
- náklady na marketing (reklama apod.)
- náklady spojené se vstupem na nové trhy atd.

Podle US GAAP není dovoleno aktivovat náklady na výzkum a vývoj. Mezinárodní účetní standard zaměřený na nehmotná aktiva IAS 38 definuje nehmotná aktiva jako identifikovatelná, nepeněžní aktiva bez fyzické podstaty<sup>18</sup>. I přesto, že IAS 38 dovoluje aktivovat nehmotná aktiva (za předpokladu, že lze očekávat hospodářský užitek s vysokou mírou pravděpodobnosti), vyjmenovává, která se řadí mezi náklady (náklady na vzdělání pracovníků, na reklamu, na reorganizaci a náklady spojené se vstupem na nové trhy apod.). Česká legislativa se k aktivaci dlouhodobých nákladů staví podobně jako Mezinárodní účetní standardy. Na účtu Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje se mohou aktivovat výsledky úspěšně provedených prací, které nejsou předmětem průmyslových a jiných ocenitelných práv. V případě tohoto účtu není žádná úprava nutná. Ostatní náklady s dlouhodobým účinkem je třeba aktivovat a v pasivech vykázat jako ekvivalenty vlastního kapitálu.

- *Rezervy a opravné položky*

Rezervy mohou být jak operativní, tak i neoperativní. Účetní jednotky vytvářejí rezervy na rizika nebo ztráty z podnikání. Tvorba rezerv se odvozuje od současných okolností, které již nastaly, či od těch, které je možno na základě určitých událostí očekávat. Opravné položky pro nedobytné pohledávky, poškozené zboží atd. by měly být účtovány jako ekvivalenty vlastního kapitálu. Naopak, pokud se řadí spíše mezi tzv. rezervy epizodního charakteru, měly by se odpočítávat od kapitálu. Není-li tvorba rezerv dostatečně prokazatelná a budoucí aktivity jsou nejisté, lze rezervy považovat za úmyslně vytvářené (tzv. tiché rezervy). Tichými rezervami podnik úmyslně snižuje hodnotu aktiv. Vytváření relativně nadbytečných rezerv je vedeno zásadou opatrnosti. Rozpouštěním nadměrných rezerv v méně příznivých obdobích lze zkreslit finanční situaci podniku, protože zrušené rezervy zvýší výnosy, a tím i zisk. Pokud podnik vytváří tiché rezervy, je třeba zařadit je formou ekvivalentů vlastního kapitálu k základnímu kapitálu a zatížit je náklady vlastního kapitálu.

V podmínkách České republiky je tvorba a používání rezerv upravena postupy účtování pro podnikatele. Rezervy se člení na rezervy, jejichž tvorba a použití se řídí zvláštním zákonem a jsou zohledněny zákonem o daních z příjmu (zákonné rezervy), a na rezervy, jejichž tvorba se

---

<sup>18</sup> Deloitte [online]. *Mezinárodní účetní standardy* [cit. 2006-12-12]. Dostupný na WWW: <<http://www.iasplus.com>>



neřídí zákonem o daních z příjmu, o nichž si rozhoduje účetní jednotka sama ve svém předpisu. Rozlišujeme dva druhy rezerv - rezervy zákonné a ostatní. U zákonných rezerv lze předpokládat, že nejde o tiché rezervy. Jejich tvorba a výše je prokazatelná, proto by měly být vyloučeny ze závazků, neboť u nich nelze určit náklady financování. Ve druhém případě je třeba postupovat individuálně při posuzování typu rezervy. Tiché rezervy by tedy měly být součástí vlastního kapitálu (měly by zvyšovat investovaný kapitál) a ostatní rezervy by se měly vyloučit z investovaného kapitálu, neboť nelze určit náklady jejich financování.

- *Přecenění majetku*

Další možné úpravy transformující účetní data na ekonomický model vycházejí z přecenění majetku. Při účtování zásob dle US GAAP se častěji užívá metoda LIFO<sup>19</sup>. Tato metoda však není v České republice povolena, protože použití této metody vede ke snížení daní. V České republice se zásoby nejčastěji oceňují metodou FIFO<sup>20</sup> nebo metodou váženého aritmetického průměru. Tyto metody umožňují zobrazit tržní hodnotu oběžného majetku, proto při použití těchto metod účtování není této úpravy třeba.

Při oceňování dlouhodobého majetku převládá princip oceňování pořizovacími cenami, reprodukčními pořizovacími cenami nebo vlastními náklady (v případě vytvoření majetku vlastní činností). Využívání zásady historických cen neodráží reálnou hodnotu aktiv. Proto je třeba provést přecenění majetku. Hodnota majetku se mění s růstem cenové hladiny. Aby bylo možno provést přecenění, je třeba znát strukturu majetku podle stáří a jeho pořizovací ceny. Přecenění jednotlivých položek majetku může vyřešit problém s tvorbou tichých rezerv. Za předpokladu, že podnik snižuje hodnotu aktiv, čímž si vytváří skryté rezervy, přeceněním majetku jsou tyto rezervy odhaleny.

- *Odložená daň*

Jako další úpravu lze provést úpravu o odloženou daň. Dokud společnost dokupuje majetek, který prodlužuje období odkladu daně, odložená daň nebude placena a stává se součástí kapitálu. Navíc je třeba zpětně připočítat zvýšení odložené daně k výnosům, přičemž je NOPAT snížen pouze o daně, které jsou skutečně placeny, a nikoli o ty, které jsou účtovány do nákladů. V České republice se účtuje o odložené dani ve formě odložené daňové pohledávky nebo odloženého daňového závazku a o tyto položky je pak třeba upravit rozvahu.

---

<sup>19</sup> LIFO (Last In First Out) – metoda ocenění, kdy se poslední cena pro ocenění přírůstku zásob použije jako první cena pro ocenění úbytku zásob.

<sup>20</sup> FIFO (First In First Out) – metoda ocenění, kdy první cena pro ocenění přírůstku zásob se použije jako první cena pro ocenění úbytku zásob.

## Explicitně neúročené závazky (krátkodobé)

- *Neúročené krátkodobé závazky*

U neúročených krátkodobých závazků nelze stanovit jejich náklady financování, proto by měly být vyčleněny z investovaného kapitálu. Jejich hlavním rysem je, že se váží k pohybu peněžních prostředků, který by měl být realizován do jednoho roku. Mezi takto definované závazky se řadí krátkodobé závazky (závazky z obchodního styku, závazky k zaměstnancům, závazky k státním institucím, ostatní závazky) a přechodné účty časového rozlišení.

## Shrnutí úprav rozvahy

I přestože existuje velké množství úprav, které převedou účetní vstupy na ekonomickou bázi, je třeba zvážit, které úpravy jsou příliš malé nebo komplexní, aby se daly použít. Pro provádění úprav je důležité uvědomit si, zda bude mít úprava velký dopad na změnu ukazatele EVA nebo zda lze úpravu snadno zjistit a spočítat. Pro větší přehlednost jsou v následující tabulce uvedeny podstatné úpravy rozvahy způsobené přechodem z účetního modelu na model ekonomický.

Tabulka č. 1: Dopady úprav do rozvahy pro výpočet ukazatele EVA

<b>Dopady do aktiv:</b>	
+	goodwill
+	aktivované náklady s dlouhodobými účinky (dlouhodobý nehmotný majetek)
+	zvýšení hodnoty majetku z přecenění
+	leasing (hodnota pronajatého majetku)
-/+	kumulované mimořádné zisky/ztráty
-	neoperativní aktiva (zřizovací výdaje, nedokončené investice, nepotřebný majetek atd.)
+	tiché rezervy
-	neúročené krátkodobé závazky (včetně časového rozlišení pasivního)
<b>Dopady do pasiv:</b>	
<i>Vlastní kapitál</i>	
+	goodwill
+	aktivované náklady s dlouhodobými účinky
+	zvýšení hodnoty majetku z přecenění
-/+	kumulované mimořádné zisky/ztráty
-	neoperativní aktiva (vlastní akcie, nedokončené investice atd.)
+	tiché rezervy
-/+	kumulovaná úprava hospodářského výsledku o náklady spojené s leasingem
<i>Cizí kapitál</i>	
+	závazky z leasingu
-	neúročené krátkodobé závazky (včetně časového rozlišení pasivního)

*Pramen: MAŘÍKOVÁ, P.; MAŘÍK, M.: Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. Přepracované a rozšířené vydání. 2 vyd. Praha : Ekopress, 2005. 168 s. ISBN 80-86119-61-0. Upraveno autorem.*

### **3.2.4.2 Určení NOPAT**

Výsledkem úprav účetního výkazu zisků a ztrát při výpočtu ukazatele EVA by měl být operativní provozní zisk po zdanění (NOPAT). Charakterizuje skutečnou výkonnost ze základní podnikatelské činnosti podniku. NOPAT je výnosem z investovaného kapitálu, proto je nutné při výpočtu operativního zisku zahrnout pouze ty náklady a výnosy, které byly vyprodukovány čistými operativními náklady (NOA). Východiskem pro určení NOPAT může být výsledek hospodaření z běžné činnosti nebo provozní výsledek hospodaření. Při správném postupu výpočtu musí vést oba postupy ke stejnému výsledku. V případě, že východiskem pro určení NOPAT bude výsledek hospodaření z běžné činnosti, je třeba realizovat tyto úpravy:

#### **Vyloučení mimořádných položek**

Především z důvodů srovnatelnosti (mezipodnikové a časové) je třeba z provozních a finančních nákladů a výnosů vyloučit mimořádné položky. Vyloučením se rozumí připočtení těchto nákladů zpět k hospodářskému výsledku (v případě výnosů odečtení). Jedná se o mimořádné náklady a výnosy, na jejichž účtech se zachycují jak zcela mimořádné operace vzhledem k běžné činnosti podniku, tak i případy mimořádných událostí, které se vyskytly nahodile a o kterých se předpokládá, že se svou výší nebudou opakovat. Příkladem mohou být:

- náklady na restrukturalizaci,
- prodej dlouhodobého majetku,
- mimořádné odpisy majetku,
- změny ve způsobu ocenění apod.

#### **Vyloučení úrokových nákladů cizího kapitálu**

Jelikož jsou náklady cizího kapitálu obsaženy v průměrných vážených nákladech kapitálu, je nutné, aby placené úroky nesnižovaly hospodářský výsledek. Proto se placené úroky vyloučí z finančních nákladů. Do této kategorie spadají také implicitní úroky obsažené v leasingových platbách, které je také třeba připočíst zpět k hospodářskému výsledku.

#### **Vyloučení výnosů z neoperativního majetku**

Jde především o určení, zda finanční investice a finanční majetek mají operativní charakter. Výnosy z neoperativních aktiv (budovy nesloužící základní podnikatelské činnosti, dlouhodobý finanční majetek podílející se na tvorbě rezerv atd.) by měly být z výsledku hospodaření odečteny. Jestliže má aktivum charakter rezervy, nepodílí se na tvorbě výnosů z operativní činnosti, a proto je třeba o výnosy z tohoto majetku snížit hospodářský výsledek.

## Výnosy a náklady způsobující změny vlastního kapitálu

Aktivací nákladů s dlouhodobými účinky se hospodářský výsledek nejprve navýší o aktivované náklady, a poté se sníží o odhad odpisů aktivovaných nákladů. Stewart<sup>21</sup> doporučuje odepisovat aktivované náklady na výzkum a vývoj po dobu 5 let. Pokud je vykázán goodwill a odepisuje se, pak je třeba zpětně k hospodářskému výsledku přičíst tyto odpisy. Je třeba také započítat snížení nebo navýšení opravných položek na zásoby a pohledávky. Další typ úpravy je zapříčiněn jak tvorbou, tak i rozpouštěním tichých rezerv s cílem ovlivnit hospodářský výsledek (např. vyloučení neúměrně vysokých odpisů).

## Úprava daní

Jelikož NOPAT je operativní zisk po zdanění, je třeba zjistit daň, která by byla placena z operativního zisku (označována jako COT - Cash Operating Tax). Tato sazba se např. vypočítá tak, že vydělíme splatnou daň (vykázanou ve výkazu zisku a ztrát) účetním hospodářským výsledkem a touto sazbou pak vynásobíme NOPAT.

Následující tabulka názorně ukazuje dopady úprav vedoucí k výpočtu NOPAT.

Tabulka č. 2: Úpravy vedoucí k výpočtu NOPAT

<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost (před daní)</b>	
+	nákladové úroky
-	výnosy z neoperativního majetku (např. finanční výnosy)
+	náklady na neoperativní majetek
+	odpisy goodwillu
+	náklady s investičním charakterem (s dlouhodobými účinky)
-	odpisy nehmotného majetku vytvořeného aktivací těchto nákladů
+	leasingová platba (původní náklad na leasing)
-	odpisy majetku pronajatého na leasing
-	neobvyklé zisky
+	neobvyklé ztráty
-/+	eliminace rozpouštění a tvorby nákladových rezerv
-	upravená daň na úrovni NOPAT
<b>NOPAT</b>	

*Pramen: MAŘÍKOVÁ, P.; MAŘÍK, M.: Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. Přepřacované a rozšířené vydání. 2 vyd. Praha : Ekopress, 2005. 168 s. ISBN 80-86119-61-0. Upraveno autorem.*

<sup>21</sup> STEWART, G. B.: *The Quest for Value*. New York : HarperBusiness, 1991. ISBN 0-88730-418-4. Převzato z MAŘÍKOVÁ, P.; MAŘÍK, M.: *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. Přepřacované a rozšířené vydání. 2 vyd. Praha : Ekopress, 2005. 168 s. ISBN 80-86119-61-0.*

### 3.2.4.3 Určení nákladů kapitálu

Poslední zbývající složkou k výpočtu ekonomické přidané hodnoty je určení nákladů kapitálu. Náklady kapitálu poměřují minimální rentabilitu investic. Jsou kritériem, které musí být rentabilitou investovaného kapitálu převyšeno, aby podnik vytvářel hodnotu. Náklady kapitálu slouží také jako základ stanovení diskontní míry při propočtu efektivnosti investičních projektů nebo jako mezní míra, podle které se určí, zda-li se přijme nový projekt.

Předmětem zájmu jsou průměrné vážené náklady kapitálu udávající náklady kapitálu odpovídající příjmům, které investoři očekávají ze svých investic do podniku, a tomu odpovídajícímu riziku, nejde o skutečné příjmy, ale o náklady ušlé příležitosti.

Obecný vzorec pro výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu je:

$$WACC = r_d * (1 - t) * D/C + r_e * E/C$$

Kde:  $r_d$  .....náklady na cizí kapitál, tj. průměrná úroková míra cizího kapitálu,  
 $t$  ..... sazba daně z příjmu,  
 $D$ ..... cizí kapitál (Debt),  
 $C$ ..... celkový kapitál (E+D, Equity + Debt),  
 $r_e$  .....náklad vlastního kapitálu (Return of Equity), tzn. akcionáři požadovaná výnosnost,  
 $E$ ..... vlastní kapitál (Equity).

#### Náklady na cizí kapitál

Zpravidla nejjednodušší je určení nákladů cizího kapitálu. Výše plateb za použití cizího kapitálu je ve většině případů dohodnutá smluvně. Nákladem z úvěru je úrok, nákladem emise dluhopisů jsou úroky z dluhopisů a náklady na jejich vydání. Náklady na cizí kapitál se pak vypočítají jako vážený průměr z úrokových plateb, které podnik platí z nejrůznějších forem cizího kapitálu

#### Náklady na vlastní kapitál

Určení nákladů vlastního kapitálu je mnohem obtížnější. Za základní model pro odhad nákladů vlastního kapitálu v anglosaských zemích je považován *model oceňování kapitálových aktiv (CAPM – Capital Asset Pricing Model)*. Náklady vlastního kapitálu ( $CAPM = r_e$ ) lze vypočítat následujícím způsobem:

$$r_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

Kde:  $r_e$  ..... náklad vlastního kapitálu (z pohledu investora požadovaná výnosnost),  
 $r_f$  ..... očekávaná výnosnost bezrizikových aktiv,  
 $r_m$  ..... očekávaná výnosnost kapitálového trhu jako celku,  
 $\beta$  ..... koeficient beta - systematické tržní riziko,  
 $(r_m - r_f)$  ..... riziková prémie kapitálového trhu odpovídající systematickému riziku.

V podstatě neexistují aktiva, která by nebyla zatížena rizikem. Pro zjištění *bezrizikové úrokové míry*  $r_f$  se však může použít výnosnost státních dluhopisů s takovou dobou splatnosti, která se přibližuje životnosti podnikových aktiv – u nás obvykle 10 let.

Dále musíme určit *rizikovou prémii*  $(r_m - r_f)$ . Obtížným problémem je zjištění dlouhodobé úrovně výnosnosti akcií na kapitálovém trhu  $r_m$ . Můžeme vycházet z aritmetického nebo geometrického průměru, v praxi jsou použitelné obě možnosti, metodicky správnější je však aritmetický průměr. Z rozdílu  $r_m - r_f$  pak odvodíme rizikovou prémii.

*Systematické tržní riziko*  $\beta$  je tvořeno vlivy, kterým podléhají všechny cenné papíry. Jedná se o vývoj domácího hrubého produktu, cenové hladiny nebo vývoj úrokových měr. Výnosnost všech cenných papírů se pak pohybuje stejně. Koeficient  $\beta$  tedy vyjadřuje míru citlivosti očekávané výnosnosti společnosti v závislosti na očekávané výnosnosti akciového trhu jako celku. Může nabývat hodnot:

- $\beta = 1$  – výnosnost akcií se mění stejně jako výnosnost celého kapitálového trhu, rizikovost je stejná jako u celého trhu;
- $\beta > 1$  – akcie reagují citlivěji na změny trhu, jejich riziko je větší než riziko trhu;
- $\beta < 1$  – akcie reagují méně citlivě na změny trhu, jejich riziko je menší než riziko trhu.

V podmínkách nedostatečně likvidního a alokačně neefektivního kapitálového trhu je velmi problematické použití metod opírajících se o kapitálových trh, což vedlo Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR k využívání modelu pro hodnocení odvětví dle manželů Neumaierových. A právě ten je postaven *na stovebnicovém modelu*, jehož podstata je jednoduchá. Kalkulovaná úroková míra je součtem výnosnosti bezrizikových cenných papírů a přírážek za riziko. Rozbor se orientuje na faktory, které ovlivňují velikost ROE, jako rozhodujícího faktoru pro velikost EVA.

Ukazatel je definován:

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

Kde:  $r_e$  ..... alternativní náklad vlastního kapitálu (VK),  
VK ..... vlastní kapitál.

Složka  $r_e$  (alternativní náklad vlastního kapitálu) lze vyjádřit:

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

Kde: WACC ..... vážený náklad na kapitál,  
UZ ..... úplatné zdroje (VK + BU + O), tj. kapitál, za který je nutno platit,  
A ..... aktiva celkem,  
VK ..... vlastní kapitál,  
BU ..... bankovní úvěry,  
O ..... dluhopisy,  
 $\frac{U}{BU + O}$  ..... úroková míra,  
d ..... daňová sazba.

Výše alternativního nákladu na kapitál je vyjádřena pomocí vztahu:

$$WACC = r_f + r_{LA} + r_{podnik} + r_{FinStab}$$

Kde:  $r_f$  ..... výnosnost bezrizikového aktiva,  
 $r_{LA}$  ..... funkce ukazatelů charakterizující velikost podniku,  
 $r_{podnik}$  ..... funkce charakterizující tvorbu produkční síly,  
 $r_{FinStab}$  ..... funkce ukazatelů charakterizujících vztahy mezi aktivy a pasivy.

Předpokládá se nezávislost WACC na kapitálové struktuře a vážený náklad na kapitál je stanoven pro situaci, kdy se úplatné zdroje rovnají vlastnímu kapitálu.

Způsob výpočtu se v jednotlivých letech mírně liší. Pro rok 2004 jsou pro nejjednodušší způsob výpočtu stanoveny následující ukazatele:

- *Bezriziková sazba ( $r_f$ )*

Její výše se odvíjí od výnosnosti bezrizikových aktiv. Patří sem např. státní dluhopisy s takovou dobou splatnosti, která se přibližuje životnosti podnikových aktiv.

- *Ukazatelé charakterizující velikost podniku ( $r_{LA}$ )*

Tabulka č. 3: Funkce ukazatele charakterizující velikost podniku

UZ > 3 mld. Kč	$r_{LA} = 0 \%$
UZ < 100 mil. Kč	$r_{LA} = 5 \%$
Jinak	$r_{LA} = (3 \text{ mld. Kč} - \text{úplatné zdroje [v mld]})^2 / 168,2$

*Pramen: Ministerstvo obchodu a průmyslu ČR [online]. Finanční analýza průmyslu a stavebnictví za rok 2004. [cit. 2006-01-28]. Dostupný na WWW: < <http://www.mpo.cz> >*

- *Ukazatelé charakterizující tvorbu produkční síly ( $r_{\text{podnikatelské}}$ )*

Toto riziko je závislé na ukazateli  $EBIT^{22}/A$  a splnění podmínky pro nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním kapitálem. Podmínka zní:

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

Tabulka č. 4: Funkce ukazatele charakterizující tvorbu produkční síly ( $r_{\text{podnikatelské}}$ )

EBIT / A > X1	$r_{\text{podnik}} = 0 \%$
EBIT/A < X1	$r_{\text{podnik}} = 10 \%$
Jinak	$r_{\text{podnik}} = (X1 - EBIT/Aktiva)^2 / (10 * X1^2)$

*Pramen: Ministerstvo obchodu a průmyslu ČR [online]. Finanční analýza průmyslu a stavebnictví za rok 2004. [cit. 2006-01-28]. Dostupný na WWW: < <http://www.mpo.cz> >*

- *Ukazatelé charakterizující vztahy mezi aktivy a pasivy ( $r_{\text{FinStab}}$ )*

Tabulka č. 5: Ukazatelé charakterizující vztahy mezi aktivy a pasivy ( $r_{\text{FinStab}}$ )

Celková likvidita > XL	$r_{\text{FinStab}} = 0 \%$
Celková likvidita < 1	$r_{\text{FinStab}} = 10 \%$
Jinak	$r_{\text{FinStab}} = (XL - \text{celková likvidita})^2 / 10 * (XL - 1)^2$

*Pramen: Ministerstvo obchodu a průmyslu ČR [online]. Finanční analýza průmyslu a stavebnictví za rok 2004. [cit. 2006-01-28]. Dostupný na WWW: < <http://www.mpo.cz> >*

Kde: XL ..... průměr průmyslu, pokud je vyšší než 1,2,  
v opačném případě ... XL = 1,2.

<sup>22</sup> Earnings Before Interest and Tax – zisk před úhradou úroků a daně z příjmu



Při závěrečném vyhodnocení ukazatele jsou podniky roztříděny do 4 kategorií porovnáním ROE a  $r_e$ :

- I. kategorie: podniky, které tvoří ekonomickou přidanou hodnotu, tzn. rentabilita vlastního kapitálu (ROE) je větší než alternativní náklad na kapitál ( $r_e$ );
- II. kategorie: podniky, které ekonomickou přidanou hodnotu netvoří, ale jejich ROE je větší než výnosnost bezrizikového aktiva ( $r_f$ );
- III. kategorie: podniky s kladnou rentabilitou vlastního kapitálu (ROE) menší než výnos bezrizikového aktiva ( $r_f$ );
- IV. kategorie – ztrátové podniky, jejichž rentabilita vlastního kapitálu (ROE) je menší než 0, a podniky se záporným vlastním kapitálem.

Hlavním problémem při využívání stavebnicového modelu k odhadování nákladů vlastního kapitálu je, že rizikové přírážky jsou často odhadovány z účetních údajů, kdežto EVA je postavena na ekonomických veličinách. Avšak v podmínkách České republiky, kde neexistuje dostatečně likvidní a alokačně efektivní kapitálový trh, je použití metod opírajících se o kapitálových trh velmi problematické.

### **3.2.5 Výhody a nedostatky EVA**

Hlavní výhodou je kombinace výsledku hospodaření s rizikem, které je s dosažením tohoto výsledku spojeno. Přibližuje účetní veličiny vývoji hodnot akcií a zohledňuje tak požadavky investorů, kteří působí na kapitálovém trhu.

EVA je ukazatel, který se snaží překonat tradiční problémy účetnictví. Přitom však používá řadu neúčetních úprav, které jsou na překážku univerzálnosti této metody. Další nevýhodou lze spatřovat v tom, že se jedná o absolutní ukazatel, který je ovlivněn velikostí podniku.

### **3.2.6 Možnosti využití ukazatele EVA**

Ekonomická přidaná hodnota je měřítkem výkonnosti podniku. Pokud je její hodnota větší než nula, znamená to, že podnik produkuje více, než jsou celkové náklady vloženého kapitálu. Zároveň roste bohatství vlastníků, protože je kapitál zhodnocený více, než činí jeho náklady. EVA je tedy také významnou metodou pro posouzení vývoje podniku z hlediska vlastníků.

Využití ekonomické přidané hodnoty se jeví jako dobrý nástroj i v oblasti hmotného zainteresování managementu. Z pohledu akcionáře by mělo být hlavním úkolem

managementu vytváření hodnoty, avšak management vždy nemusí tento princip respektovat. Docílit toho však lze, pokud se vytvoří forma hmotného zainteresování, která preferuje přijímání rozhodnutí vytvářejících novou hodnotu. Často využívaným řešením je zainteresování managementu na vlastnictví podniku (odměňování akciemi, podílem na zisku apod.). Ekonomická přidaná hodnota sjednocuje myšlení manažerů a vlastníků, proto využití jako motivačního nástroje jde ruku v ruce s cíli akcionářů.

Ukazatel EVA napomáhá investorům k nalezení podniků, které jim zaručí, že investice v těchto podnicích povedou k růstu jejich bohatství. Podnikům s kladnou hodnotou EVA poroste v budoucnu hodnota jejich akcií a je pravděpodobné, že poroste také jejich tržní přidaná hodnota. Tato metoda tedy slouží také jako nástroj oceňování hodnoty podniku.

Ekonomická přidaná hodnota je absolutní ukazatel, který je ovlivňován velikostí podniku. Aby bylo možno využít porovnání mezi podniky, byly navrženy také ukazatele relativní. Mezi tyto ukazatele patří např.:<sup>23</sup>

- **Hodnotové rozpětí (Value Spread)**

$$\text{hodnotové rozpětí} = \frac{EVA}{NOA} = \frac{NOPAT}{NOA} - \frac{WAAC \times NOA}{NOA} = r - WAAC$$

Kde: r.... rentabilita čistých operativních aktiv.

Udává poměr ekonomické přidané hodnoty k investovanému kapitálu. Pomocí hodnotového rozpětí lze srovnávat podniky s rozdílnou velikostí, kapitálovou strukturou a rizikovostí.

- **Relativní EVA (podle London Business School)** = 
$$\frac{EVA}{\text{Osobní náklady} + WACC + NOA}$$

Dokáže srovnat podniky s různou intenzitou pracovních a kapitálových zdrojů. Vypovídá, jaký je podíl hodnoty pro akcionáře na tvorbě hodnoty v podniku.

- **EVA-ROS (Return on Sales – rentabilita tržeb)** = EVA / Obrat

Vztažením ukazatele EVA k dosaženému obratu dostaneme provozní ziskovou marži, čímž docílíme vyšší vypovídací schopnosti oproti klasickému ukazateli rentabilita obratu.

---

<sup>23</sup> MAŘÍKOVÁ, P.; MAŘÍK, M.: *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. Přepracované a rozšířené vydání.* 2. vyd. Praha : Ekopress, 2005. 168 s. ISBN 80-86119-61-0.

### 3.3 CFROI – Cash Flow Return of Investment<sup>24</sup>

Metoda CFROI je řazena mezi nejkompexnější měřítka hodnocení výkonnosti podniku. Hodnotu CFROI lze definovat jako provozní výkonnost, kterou by podnik dosáhl v případě, že by byl schopen vytvářet po dobu životnosti provozních aktiv provozní cash flow o stejném objemu bez dodatečných investic (stejného objemu, jakého dosáhl ve sledovaném období). Tato provozní výkonnost podniku (CFROI) se pak srovnává s váženým průměrem ceny kapitálu (WACC), tzn. porovnává se s výnosností, kterou požadují akcionáři.

Kladná hodnota CFROI spread znamená tvorbu hodnoty pro akcionáře, záporná hodnota CFROI spread pak signalizuje, že došlo ke snížení hodnoty. Vycházíme ze vztahu:<sup>25</sup>

$$CFROI\ spread = CFROI - WACC$$

Kde: CFROI ..... finanční výkonnost podniku,  
CFROI spread..... čisté CFROI (CFROI rozpětí),  
WACC ..... průměrné kapitálové náklady.

Předpokladem CFROI je dosahování konstantního objemu provozního cash flow, a to v takové výši, která je shodná s cash flow ve sledovaném období. Sledovaný časový úsek představuje dobu životnosti stálých aktiv, po který se provozní cash flow generuje.

Ukazatel CFROI využívá konceptu *vnitřního výnosového procenta (IRR – Internal Rate of Return)*, které charakterizuje míru zhodnocení investice. CFROI pak představuje vnitřní míru výnosnosti všech probíhajících investičních projektů ve sledovaném období.

IRR provozní výkonnosti podniku je dán vztahem:<sup>26</sup>

$$kapitálový\ výdaj = \sum_{n=1}^N \frac{CF}{(1+i)^n}$$

Kde: kapitálový výdaj..... součet odepisovaných provozních aktiv,  
CF ..... provozní peněžní tok,  
i ..... náklady kapitálu,  
n ..... ekonomická životnost odepisovaných provozních aktiv.

<sup>24</sup> Rentabilita investic založená na peněžních tocích

<sup>25</sup> KISLINGEROVÁ, E.: *Oceňování podniku 2. přepracované a doplněné vydání*. 2 vyd. Praha : C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

<sup>26</sup> KISLINGEROVÁ, E.: *Oceňování podniku 2. přepracované a doplněné vydání*. 2 vyd. Praha : C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

Samotný ukazatel CFROI se stanoví podle vzorce:<sup>27</sup>

$$\sum_{t=1}^n \frac{HPFC}{(1 + IRR)^t} + \frac{HPFC}{(1 + IRR)^n} - SHI = 0$$

Kde: HPCF ..... hrubý provozní cash flow (NOPAT + opotřebení a amortizace + ostatní nepeněžní položky),  
HNA ..... hodnota neodpisovaných aktiv (čistý pracovní kapitál + pozemky + ostatní neodpisovaná aktiva),  
SHI ..... současné hrubé investice (celková aktiva – krátkodobé závazky + akumulované peněžní náklady + vliv inflace),  
IRR ..... vnitřní výnosové procento,  
n ..... životnost aktiva.

Hlavním důvodem pro zavedení ukazatele CFROI je rozdíl mezi ekonomickou a účetní výkonností. Tento ukazatel je založen na principu diskontovaných očekávaných peněžních toků, protože peněžní toky jsou považovány za lepší měřítko ekonomické výkonnosti než tradiční výnosy. Nepracuje s účetními hodnotami, ale s investovanými penězi do podniku vyjádřenými v současné hodnotě. Ukazatel CFROI také přihlíží k tomu, jak dlouhou dobu bude aktivum přinášet peněžní zisky, bere tedy v úvahu životnost aktiva.

Výhodou ukazatele CFROI je, že ho lze použít ke srovnání firem s různou strukturou aktiv, v různých odvětvích i v různých časových obdobích. Další výhodou je jeho očištění o inflaci a svázanost CFROI se schopností podniku produkovat hotovostní toky, což je bezpochyby jeden z nejdůležitějších a nejsledovanějších aspektů hospodářské činnosti podniku.

Nevýhodou je, že pomocí tohoto ukazatele pro měření výkonnosti podniku nemůžeme určit, jak jednotlivé projekty v podniku ovlivňují tvorbu hodnoty. Příkladem je existence mnoha malých projektů s velkou mírou výnosnosti, které se však jen velmi málo podílejí na tvorbě hodnoty ve společnosti.

---

<sup>27</sup> ŠULÁK, M.; VACÍK, E.: *Měření výkonnosti firem*. 1. vyd. Plzeň : Západočeská univerzita v Plzni, 2003. 138 s. ISBN 80-7043-258-6.

### 3.4 MVA – Market Value Added<sup>28</sup>

Další ukazatel je definován jako hodnota přidaná trhem. Stejně jako ukazatel EVA je hodnota přidaná trhem (MVA) registrovanou obchodní značkou společnosti Stern Stewart & Co. Umožňuje určit, zda-li management vytvořil hodnotu pro akcionáře v určitém čase. Pokud tržní hodnota podniku převyšuje hodnotu investovaného kapitálu, potom podnik vytváří hodnotu. Právě rozdíl mezi těmito dvěma částkami je nazýván tržní přidanou hodnotou.

$$MVA = \text{tržní hodnota podniku} - \text{investovaný kapitál}$$

MVA lze interpretovat jako rozdíl mezi tržním ohodnocením majetku vloženého do podniku, který je kotován na akciovém trhu, a souhrnem upravené účetní hodnoty veškerého investovaného kapitálu plus závazků.

Hodnota MVA může být pozitivní i negativní. Odráží, jak investoři hodnotí podnik a jeho vývoj. Pokud očekávají vysokou výnosnost nebo nízké riziko, nakupují akcie a dochází k růstu kurzu akcií. V opačném případě, kdy považují akcie za málo výnosné nebo je držení těchto akcií spojeno s vysokým rizikem, dochází k prodeji akcií a jejich kurz klesá. Čím je tržní přidaná hodnota vyšší, tím lépe. Vysoká tržní přidaná hodnota znamená, že ekonomický subjekt vytvořil podstatnou část bohatství pro své akcionáře.

Díky provázanosti výpočtu tržní přidané hodnoty s cenami na akciovém trhu lze říci, že MVA je ekvivalentní současné hodnotě všech budoucích očekávaných ekonomických přidaných hodnot (EVA) za předpokladu dokonale fungujícího kapitálového trhu. Vztah mezi ukazatelem MVA a EVA je vyjádřen následovně:<sup>29</sup>

$$MVA = \sum_{i=1}^n \frac{EVA_i}{(1+WACC)^i}$$

Kde: WACC..... vážené náklady kapitálu.

Důležitým poznatkem v souvislosti s tržní přidanou hodnotou je její vztah k cílům podniku. Cílem podniku by měla být maximalizace tržní přidané hodnoty a nikoliv maximalizace pouhé hodnoty firmy, kterou lze zvýšit pouhým vložením dodatečného majetku do majetku.

Nevýhodou MVA je, že nebere v úvahu náklady obětované příležitosti investovaného kapitálu. Tržní přidanou hodnotu také nelze spočítat na úrovni strategické obchodní jednotky a nelze ji zjistit pro společnosti, které nejsou kotované na veřejném akciovém trhu.

<sup>28</sup> Tržní přidaná hodnota

<sup>29</sup> ŠULÁK, M.; VACÍK, E.: *Měření výkonnosti firem*. 1. vyd. Plzeň : Západočeská univerzita v Plzni, 2003. 138 s. ISBN 80-7043-258-6.

## 4 ANALÝZA VÝKONNOSTI ZVOLENÉHO PODNIKU

### 4.1 Základní informace o podniku

Obchodní název:	Strojírny Třinec, a. s.
Datum založení:	1. 4. 1997
Sídlo:	Třinec – Staré Město, Průmyslová 1038, 739 61, Česká republika
IČ:	25363654
Základní kapitál:	500 000 000 Kč
Akcie:	100 ks kmenové akcie na jméno v nominální hodnotě 10 000 Kč 499 ks kmenové akcie na jméno v nominální hodnotě 1 000 000 Kč
Předmět podnikání:	Kovoobráběčství, kovářství, nástrojařství Výroba strojů a zařízení Grafické a kresličské práce – zhotovení technických výkresů Výroba a hutní zpracování železa a oceli Výroba kovových konstrukcí, kotlů, těles a kontejnerů

#### 4.1.1 Stručný profil společnosti Strojírny Třinec, a. s.

Společnost Strojírny Třinec, a.s.<sup>30</sup> je stoprocentní dceřinou akciovou společností Třineckých železáren, a.s. Historie společnosti sahá do roku 1885, kdy byly vybudovány Mechanické dílny jako údržba pro všechny provozy Třineckých železáren. Strojírny Třinec, a. s. zahájily svou činnost 1. 4. 1997 vyčleněním z bývalé divize D3 – Strojírenská výroba z Třineckých železáren, a. s.

Strojírny Třinec, a.s. je podnik s dlouholetou tradicí výroby širokého spektra výrobků.

Výrobní program je následující:

- komponenty pro železniční svršek – podkladnice, spojky, svorky,
- kruhové výlisky,
- výroba jednoduchých strojních dílů – náhradních dílů,
- hutní technologická zařízení, složité investiční celky,
- svařované mostní konstrukce, ocelové konstrukce,
- vývoj a výroba strojního zařízení,
- renovace náhradních dílů a drobného dlouhodobého majetku.

---

<sup>30</sup> Strojírny Třinec, a. s. [online]. Dostupný na WWW: <<http://www.strojirnytrinec.cz>>

Základ společnosti tvoří tři výrobní provozy – Drobné kolejivo, Mechanické dílny a Soustružna válců. Společnost je zaměřena jak na kusovou, tak i na hromadnou výrobu. Drobné kolejivo je provoz vybaven stroji a zařízeními pro velkosériovou a hromadnou výrobu. Kromě výroby komponentů pro železniční svršek se zde vyrábí kruhové výlisky pro další zpracování. V mechanických dílnách jsou stroje a zařízení pro kusovou a malosériovou výrobu náhradních dílů, části investičních celků, komplexních strojů a ocelových konstrukcí. V soustružně válců se zajišťují komplexní dodávky válců pro válcovny hutí ČR.

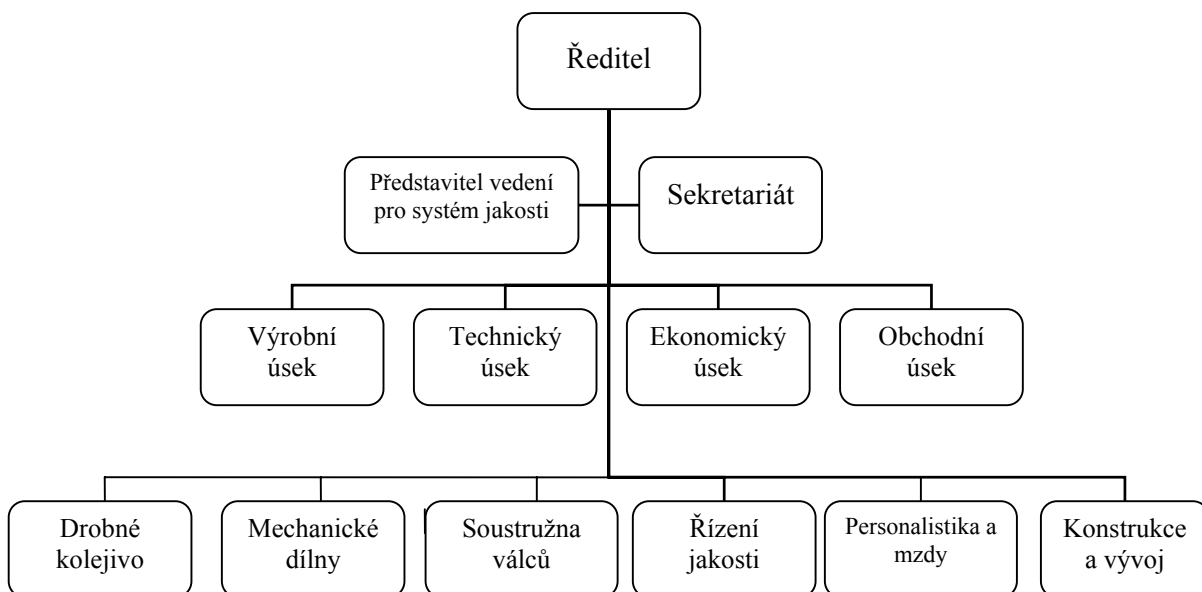
Součástí společnosti je i samostatný útvar Konstrukce a vývoj, který provádí projektování strojírenských technologií, projektování ocelových konstrukcí, zpracování realizační a výkresové dokumentace a odborné konzultace.

Společnost vykonává samostatnou vývojovou a obchodní činnost.

#### 4.1.2 Organizační struktura

Strojírny Třinec, a. s. jsou samostatným právním a hospodářským subjektem. Dělí se do čtyř úseků – výrobní, technický, ekonomický a obchodní. Organizační struktura společnosti Strojírny Třinec, a. s. je znázorněna na následujícím obrázku:

Obrázek č. 5: Organizační struktura společnosti



*Pramen: Výroční zpráva Strojírny Třinec, a. s. 2004*

### 4.1.3 Výkony a hospodářské výsledky

Tabulka č. 6: Struktura dosažených výkonů (v tis. Kč)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Tržby za prodej výrobků	692 506	698 520	813 386	845 032	978 506	991 104
Tržby za prodej služeb	276 492	285 596	230 969	224 783	243 107	253 997
Tržby celkem	968 998	984 116	1 044 355	1 069 815	1 221 613	1 245 101

*Pramen: Účetní výkazy společnosti 1999 - 2004.*

Hlavním příjmem společnosti jsou tržby z prodeje výrobků doprovázené tržbami z prodeje služeb. Ve sledovaných letech je viditelný rostoucí trend tržeb z prodeje výrobků. V roce 2001 a 2002 došlo k propadu tržeb za prodej služeb, který se i přes postupný nárůst v jednotlivých letech nepodařilo eliminovat. Předpokládaná výše tržeb v roce 2005 za prodej výrobků a služeb je na úrovni 1 391 tis. Kč.

Dále se zaměřím na výsledek hospodaření, který je základem analýzy a je dále upravován pro potřeby výpočtu ukazatele EVA. V následující tabulce jsou uvedeny hodnoty zisku před úhradou úroků a daně z příjmů a zisku po zdanění.

Tabulka č. 7: Hospodářské výsledky<sup>31</sup> (v tis. Kč)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
EBT	35 274	29 393	41 235	44 287	38 141	63 860
Nákladové úroky	0	0	181	139	699	1 159
EBIT	35 274	29 393	41 416	44 426	38 840	65 019
EAT	22 456	23 297	28 145	30 583	31 891	52 316

*Pramen: Účetní výkazy společnosti 1999 - 2004.*

Z tabulky je viditelná hodnota ukazatele EBIT, který se pohybuje okolo 40 miliónů ročně. Výjimkou je rok 2004, kdy bylo dosaženo zisku ve výši 65 miliónů. Podnik z účetního hlediska nemá problémy se ztrátovostí, ve sledovaných letech je dosažený kladný zisk. Předpokládaná výše zisku před zdaněním (EBT) v roce 2005 je 92 mil. Kč.

### 4.1.4 Zaměstnanci

Společnost má v současnosti 970 zaměstnanců. Ve vývoji počtu zaměstnanců a osobních nákladech nedocházelo od vzniku společnosti k významným změnám. Tyto aspekty jsou

<sup>31</sup> EBIT – Earnings before Interest and Tax – zisk před úhradou úroků a daně z příjmů  
EBT – Earnings before Tax – zisk před úhradou daně z příjmů  
EAT – Earnings after Tax – zisk po zdanění



příznivé, protože informují o stabilitě v podniku a o přiměřeném růstu nákladů na personál. Mírný pokles průměrného stavu zaměstnanců je způsoben především nedostatkem kovoobráběčů na trhu práce. Průměrná výše osobních nákladů v roce 2004 představuje 22% z celkových nákladů a výrazně ovlivňuje hospodářské výsledky společnosti.

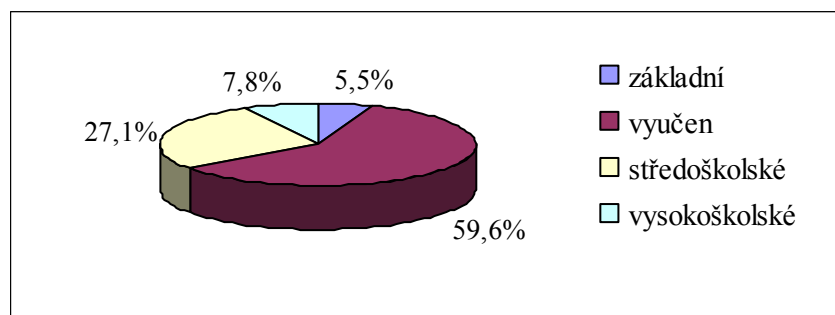
Tabulka č. 8: Počet zaměstnanců a průměrné náklady na zaměstnance

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Průměrný počet zaměstnanců	1053	1015	1 006	970	958	953
Osobní náklady (v tis. Kč)	241 453	244 173	255 472	261 155	269 647	283 573
Průměrné náklady na zaměstnance (v tis. Kč)	229	241	254	269	281	298

*Pramen: Výroční zprávy Strojírny Třinec, a. s. 1999 - 2004*

Společnost zabezpečuje rozvoj vzdělávání zaměstnanců, což znamená pozitivní posun kvalifikace zejména v oblasti zvyšování jakosti výroby, jazykových a manažerských znalostí. Strukturu vzdělanosti zaměstnanců k 31. 12. 2004 zachycuje následující graf:

Graf č. 1: Vzdělanostní struktura zaměstnanců



*Pramen: Výroční zpráva Strojírny Třinec, a. s. 2004*

Podnik poskytuje svým zaměstnancům také sociální a jiné výhody. Jedná se např. týden dovolené navíc, penzijní připojištění, kapitálové životní pojištění, rekondační pobyty, zdravotní péče, půjčky a sociální výpomoc.

## 4.2 Vstupní údaje a výběr metody

Hlavními zdroji pro provedení zhodnocení výkonnosti podniku jsou data čerpána z účetních závěrek společnosti Strojírny Třinec, a. s. v časovém rozmezí 1999 – 2004. Neméně důležitým zdrojem jsou také výroční zprávy ve stejném časovém rozsahu. Tyto informace o dané společnosti jsou veřejně přístupné, dostupnost těchto zdrojů byla důležitým aspektem při jejich výběru.

K zhodnocení ekonomické výkonnosti podniku je použita metoda technické finanční analýzy, metoda *ekonomické přidané hodnoty*, která je řazena k moderním metodám, které vycházejí z koncepce ekonomického zisku. Pro výpočet je použita také metodika Ministerstva průmyslu a obchodu ČR z důvodu možnosti následného srovnání s průměry odvětví.

### **4.3 Analýza výkonnosti pomocí metody EVA**

V této části se budu věnovat metodě EVA aplikované na daný podnik. Prvním krokem bude výpočet jednotlivých komponent ukazatele EVA – čistých operativních aktiv (NOA), čistého provozního zisku po zdanění (NOPAT) a průměrných vážených nákladů na kapitál (WACC). Po určení těchto komponent následuje samotný výpočet ukazatele EVA (entity) a také výpočet ukazatele EVA (equity) podle metodiky Ministerstva průmyslu a obchodu (MPO). Výsledky jsou srovnány s průměrnými hodnotami průmyslu. V závěru této kapitoly shrnu výsledky hodnocení výkonnosti podniku pomocí této metody.

#### **4.3.1 Úprava kapitálu (čistých operativních aktiv - NOA)**

Východiskem pro výpočet čistých operativních aktiv je rozvaha. Protože je koncept EVA založen na ekonomickém modelu, musí být klasický účetní model upraven o položky, které byly popsány v teoretické části diplomové práce. Při úpravě rozvahy budou upraveny položky, které mají významný dopad na změnu EVA a položky, o kterých jsem měla k dispozici údaje a které byly zjistitelné. Nejprve budou vyloučeny neoperativní aktiva, tzn. aktiva nepotřebná k základní činnosti podniku, dále aktivovány položky, které v rozvaze nejsou vykázány, v posledním kroku úprav jsou aktiva snížena o neúročený cizí kapitál.

#### **Vyloučení neoperativních aktiv**

- *Krátkodobý finanční majetek*

Krátkodobé cenné papíry a podíly nemají charakter strategické rezervy. Jedná se o provozně nutné aktivum, proto bude tato položka v bilanční sumě ponechána.

Oblast peněžních prostředků byla prozkoumána a v letech 2000 a 2002 byl odečten přebytek těchto prostředků nad provozně nutnou úroveň, a to pomocí žádoucí úrovně poměrového ukazatele peněžní likvidity (provozně potřebná výše peněžních prostředků = 0,3 x krátkodobé závazky z rozvahy).<sup>32</sup>

---

<sup>32</sup> MAŘÍKOVÁ, P.; MAŘÍK, M.: *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. Přepracované a rozšířené vydání*. 2 vyd. Praha : Ekopress, 2005. 168 s. ISBN 80-86119-61-0. s. 101.

- *Dlouhodobý finanční majetek*

Dlouhodobý finanční majetek je tvořen podíly v ovládaných a řízených osobách. V roce 2004 se jedná o 100% podíl společnosti Ferromoravia, a. s., do které Strojírny Třinec, a. s. investovaly, a se kterou dochází k propojení hlavní činnosti. Tato investice tedy bude zachována v čistých operativních aktivech. Tržní hodnota činila 45 mil. Kč.

- *Nedokončené investice*

Nedokončené investice vykázány v rozvaze nabývají (především v roce 2004: 11,3 mil Kč.) významné částky, proto jsou z čistých operativních aktiv vyloučena. Přestože jsou provozně potřebné, nepodílí se na tvorbě současných výsledků hospodaření.

### **Operativní aktiva nezaznamenaná v rozvaze**

- *Leasing*

Podnik Strojírny Třinec má celkem 15 smluv o finančním leasingu. Jedná se o automobily, software a výpočetní techniku. Doba pro odpisování automobilů jsou 4 roky, pro software a výpočetní techniku 5 let. Tržní hodnota majetku pořízeného na leasing snižena o odpisy je zařazena do čistých operativních aktiv.

Tabulka č. 9: Majetek pořízený na leasing (v tis. Kč)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Cena majetku pořízeného na leasing	2 660	1 792	3 404	4 954	4 604	4 220
Odpisy	869	869	1 102	1 476	1 410	1 667
<b>Hodnota majetku na leasing snižena o odpisy</b>	<b>1 792</b>	<b>923</b>	<b>2 302</b>	<b>3 478</b>	<b>3 194</b>	<b>2 554</b>

*Pramen: Vlastní výpočty.*

- *Přecenění majetku*

Zásoby jsou v podniku oceňovány metodou váženého aritmetického průměru. Tato metoda umožňuje zobrazit tržní hodnotu, proto není potřeba žádné úpravy.

Oceňování dlouhodobého majetku historickými cenami neodráží reálnou hodnotu aktiv. Nebere se v úvahu růst cenové hladiny ani vliv technologického pokroku. Pro přecenění je třeba znát strukturu majetku podle stáří, jeho pořizovací ceny a cenový index. Tyto informace jsem však neměla k dispozici, proto nemohu provést přecenění dlouhodobého majetku.

## Krátkodobě, explicitně neúročené závazky

- *Neúročené krátkodobé závazky*

Velkou část těchto závazků tvoří dodavatelské úvěry, které nejsou explicitně úročeny. Vzniklé finanční náklady v souvislosti s těmito úvěry jsou zahrnuty do nákupních cen. Tuto chybu opravím tak, že tyto závazky budou z operativních aktiv vyloučeny.

## Shrnutí úprav vedoucích k NOA

Všechny úpravy, které byly provedeny za účelem dosažení hodnoty čistých operativních aktiv, znázorňuje následující tabulka:

Tabulka č. 10: Úpravy aktiv vedoucí k NOA

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Aktiva celkem</b>	<b>641 622</b>	<b>708 924</b>	<b>770 904</b>	<b>781 145</b>	<b>827 367</b>	<b>918 533</b>
(+) leasing (hodnota pronajatého majetku - odpisy)	1 792	923	2 302	3 478	3 194	2 554
(-) neoperativní aktiva:	32 838	9 454	62	42 514	302	11 326
<i>peněžní prostředky (přebytek nad provoz. nutnou úroveň)</i>	<i>32 747</i>	<i>7 786</i>	<i>0</i>	<i>41 638</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>nedokončené investice</i>	<i>91</i>	<i>1 668</i>	<i>62</i>	<i>876</i>	<i>302</i>	<i>11 326</i>
(-) neúročené krátkodobé závazky	62 884	80 359	113 469	93 200	111 732	134 463
<b>NOA - čistá operativní aktiva</b>	<b>547 692</b>	<b>620 034</b>	<b>659 675</b>	<b>648 909</b>	<b>718 527</b>	<b>775 298</b>

*Pramen: Účetní výkazy společnosti 1999 – 2004. Vlastní výpočty.*

### 4.3.2 Úprava zisku (NOPAT)

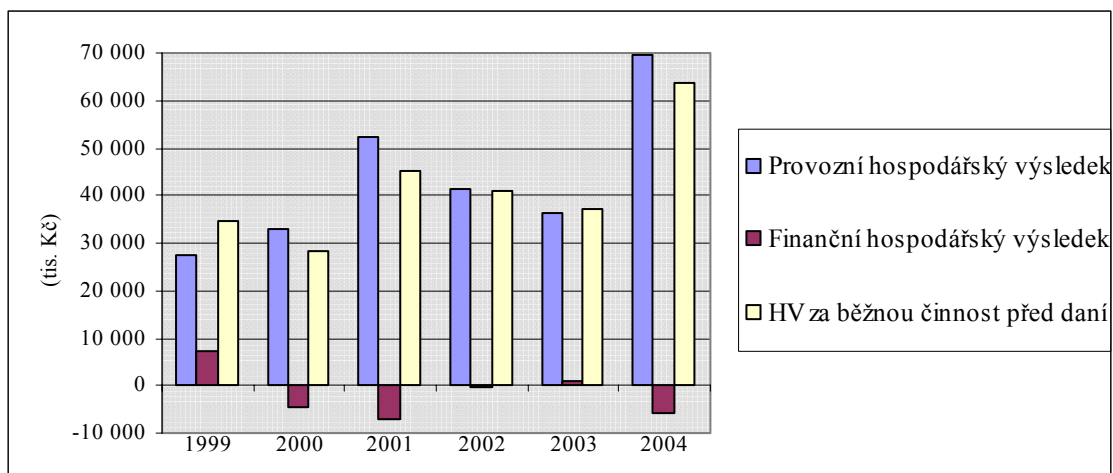
Východiskem pro určení NOPAT bude výsledek hospodaření z běžné činnosti. Pro určení NOPAT je důležité dosažení asymetrie mezi NOA a NOPAT. Znamená to, že pokud jsou aktiva zařazena do NOA, musí být jejich náklady a výnosy zařazeny i do výpočtu NOPAT.

Postup určení NOPAT je následující:

- *Výsledek hospodaření za běžnou činnost před daní*

Tento výsledek hospodaření představuje provozní výsledek hospodaření spolu s finančním výsledkem hospodaření. Pro výpočet NOPAT je vyhovující, že neobsahuje mimořádný výsledek hospodaření, protože se tak vyhneme náhodným jednorázovým položkám. V roce 2004 činil výsledek hospodaření za běžnou činnost 64 mil. Kč. Vývoj výsledku hospodaření za běžnou činnost znázorňuje následující graf:

Graf č. 2: Vývoj výsledku hospodaření za běžnou činnost před daní (v tis. Kč)



*Pramen: Účetní výkazy společnosti 1999 – 2004. Vlastní tvorba.*

- *Vyloučení mimořádných položek*

Mimořádnou položkou je zisk z prodeje dlouhodobého majetku. Ten musí být vyloučen, protože nesouvisí s hlavní výdělečnou činností podniku Strojírny Třinec, a. s.

- *Vyloučení úrokových nákladů cizího kapitálu*

Z finančních nákladů musí být vyloučeny placené úroky včetně implicitních nákladů na leasing, proto tyto úroky musí být přičteny zpět k výsledku hospodaření. Nákladové úroky v hodnotě 1,2 mil. Kč. v roce 2004 musí být vyloučeny z finančních nákladů, abychom dospěli k zisku, který bude k dispozici vlastníkům a věřitelům podniku Strojírny Třinec, a. s.

- *Výnosy a náklady způsobující změny vlastního kapitálu*

Do této kategorie spadají odpisy majetku pořízeného na leasing, které budou také z hospodářského výsledku odečteny. Doba pro odpisování automobilů jsou 4 roky, pro software a výpočetní techniku 5 let. Tyto odpisy byly vypočteny pro potřebu určení čistých operativních aktiv v Tabulce č. 9.

- *Úprava daní*

Pro výpočet daně na úrovni NOPAT použijí následující postup.<sup>33</sup> Nejprve vypočítám skutečnou daňovou sazbu vztaženou k účetnímu hospodářskému výsledku (viz Příloha č. 4).

<sup>33</sup> MAŘÍKOVÁ, P.; MAŘÍK, M.: *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. Přepracované a rozšířené vydání.* 2. vyd. Praha : Ekopress, 2005. 168 s. ISBN 80-86119-61-0. s. 52.

## Shrnutí úprav vedoucích k NOPAT

Všechny úpravy potřebné k dosažení NOPAT znázorňuje následující tabulka:

Tabulka č. 11: Úpravy hospodářského výsledku vedoucí k NOPAT

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>VH za běžnou činnost před daní</b>	<b>34 696</b>	<b>28 427</b>	<b>45 179</b>	<b>40 818</b>	<b>37 321</b>	<b>63 860</b>
(+) nákladové úroky	0	0	181	139	699	1 159
(+) implicitní úroky (leasing)	284	198	226	346	416	360
(-) odpisy majetku pořiz. na leasing	869	869	1 102	1 476	1 410	1 667
(-) zisk z prodeje dlouhodobého majetku	28	111	-1 173	617	-3 024	-10 691
<b>NOPAT nezdaněný</b>	<b>34 083</b>	<b>27 646</b>	<b>45 657</b>	<b>39 210</b>	<b>40 050</b>	<b>74 403</b>
Daň z příjmu na úrovni NOPAT	12 592	5 928	13 229	13 164	6 707	13 450
<b>NOPAT</b>	<b>21 492</b>	<b>21 717</b>	<b>32 429</b>	<b>26 046</b>	<b>33 343</b>	<b>60 953</b>

Pramen: Účetní výkazy společnosti 1999 -2004. Vlastní výpočty.

### 4.3.3 Výpočet kapitálových nákladů (WACC)

Posledním krokem k výpočtu ukazatele EVA je určení kapitálových nákladů. Při výpočtu budu vycházet z vzorce pro výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu, který byl uveden v teoretické části:

$$WACC = r_d * (1 - t) * D/C + r_e * E/C$$

Kde:  $r_d$  ..... náklady na cizí kapitál, tj. průměrná úroková míra cizího kapitálu,  
 $t$  ..... sazba daně z příjmu,  
 $D$  ..... cizí kapitál (Debt),  
 $C$  ..... celkový kapitál (E+D, Equity + Debt),  
 $r_e$  ..... náklad vlastního kapitálu (Return of Equity), tzn. akcionáři požadovaná výnosnost,  
 $E$  ..... vlastní kapitál (Equity).

### Náklady na cizí kapitál

Jediná složka úročené cizího kapitálu jsou bankovní úvěry. Až do roku 2004 podnik žádný úvěr nečerpal. V roce 2004 společnost uzavřela úvěrovou smlouvu, na základě které byly čerpány investiční úvěry v celkové výši 65 853 tis. Kč. Část úvěrů představuje dlouhodobý úvěr společnosti a je ve výši 52 682 tis. Kč, krátkodobé bankovní úvěry činí 13 171 tis. Kč. Tyto úvěry jsou splatné v pravidelných splátkách na základě vystavovaných faktur. Úroková sazba pro rok 2004 je vázána na úrokovou sazbu EURIBOR plus marže 0,6% p. a.

## Náklady na vlastní kapitál

Při určení nákladů na vlastní kapitál je použit stavebnicový model. Náklady na vlastní kapitál jsou určeny jako součet výnosnosti bezrizikových cenných papírů a přírážek za riziko. Česká republika se vyznačuje kapitálovým trhem, který není dostatečně likvidní a alokačně efektivní. Z tohoto důvodu je využití metod opírající se o kapitálový trh velmi problematické, proto jsem se rozhodla použít model stavebnicový.

Při výpočtu  $r_e$  jsem vycházela ze vzorce:

$$r_e = r_f + r_{LA} + r_{podnik} + r_{FinStab}$$

Kde:  $r_f$ ..... výnosnost bezrizikového aktiva,  
 $r_{LA}$  ..... funkce ukazatelů charakterizující velikost podniku.  
 $r_{podnik}$ ..... funkce charakterizující tvorbu produkční síly,  
 $r_{FinStab}$  ..... funkce ukazatelů charakterizujících vztahy mezi aktivy a pasivy.

Hodnoty  $r_e$  uvádí následující tabulka (postup výpočtu viz Příloha č. 5).

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>re</b>	11,93%	10,07%	9,79%	8,51%	7,33%	7,87%

Výnosnost bezrizikových aktiv  $r_f$  je určena pomocí výnosnosti státních dluhopisů se splatností 10 let, ostatní složky jsou určeny pomocí metodiky Ministerstva průmyslu a obchodu uvedené v teoretické části diplomové práce.

Po zjištění těchto parametrů již můžu stanovit hodnotu průměrných vážených nákladů. Tabulka č. 12 poskytuje přehled o jednotlivých položkách vedoucích k výpočtu WACC:

Tabulka č. 12: Výpočet WACC

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Daňový štít (1-t)	0,65	0,69	0,69	0,69	0,69	0,72
rd	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,70%
Úvěr (D)	0	0	0	0	0	65 853
Vlastní kapitál (E)	528 414	549 487	575 453	603 659	633 248	660 215
Celkový kapitál (C)	528 414	549 487	575 453	603 659	633 248	726 068
re	11,93%	10,07%	9,79%	8,51%	7,33%	7,87%
<b>WACC</b>	<b>11,93%</b>	<b>10,07%</b>	<b>9,79%</b>	<b>8,51%</b>	<b>7,33%</b>	<b>7,40%</b>

*Pramen: Vlastní výpočty.*

#### 4.3.4 Výpočet ukazatele EVA

Po určení všech parametrů může být vypočítána hodnota ukazatele EVA pomocí vzorce:

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

Kde: NOPAT.....zisk z operační činnosti podniku (zisk z provozních operací) po dani  
(Net Operating Profit After Taxes),  
NOA..... čistá operativní aktiva (Net Operating Assets),  
WACC..... průměrné vážené náklady kapitálu (Weighted Average Cost of Capital).

Všechny proměnné potřebné pro výpočet ukazatele EVA včetně jeho hodnoty uvádí následující tabulka.

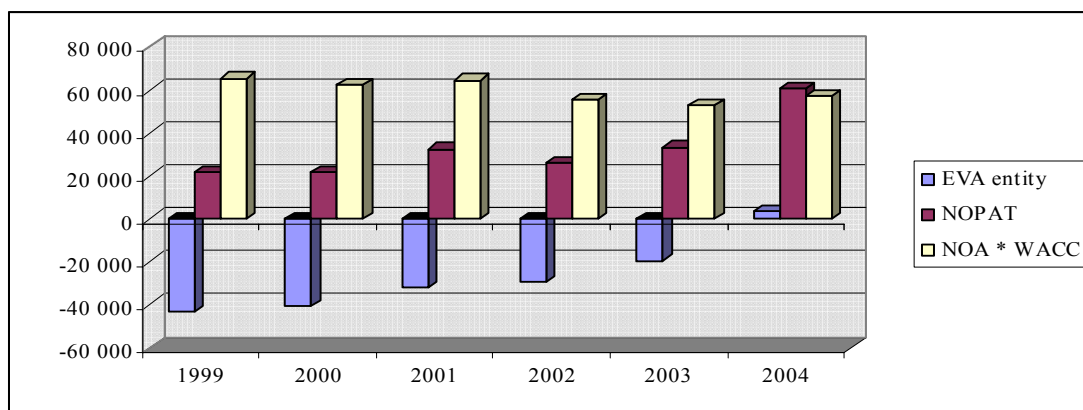
Tabulka č. 13: Výpočet EVA entity (tis. Kč)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>EVA entity</b>	<b>-43 312</b>	<b>-40 721</b>	<b>-32 186</b>	<b>-29 203</b>	<b>-19 327</b>	<b>3 571</b>
NOPAT	22 038	21 717	32 429	26 046	33 343	60 953
NOA	547 692	620 034	659 675	648 909	718 527	775 298
WACC	11,93%	10,07%	9,79%	8,51%	7,33%	7,40%
Přírůstek EVA		2 591	8 536	2 983	9 875	22 898

Pramen: Vlastní výpočty.

Z tabulky je patrné, že ukazatel EVA entity je ovlivněn jak ziskem, jehož výše je přímo ovlivnitelná managementem podniku, tak i operativními aktivy a hodnotou WACC, která v největší míře závisí na výnosnosti bezrizikových aktiv. I přes záporné hodnoty tohoto ukazatele ve sledovaném období je patrný pozitivní trend ve vývoji.

Graf č. 3: EVA entity podniku Strojírny Třinec, a. s. (tis. Kč)



Pramen: Vlastní tvorba.



Ukazatel EVA entity vypovídá o ekonomické přidané hodnotě, která představuje rozdíl mezi nákladem a výnosem pro vlastníky a věřitele, kteří do podniku vložili své prostředky. Náklady představují náklady na kapitál, výnosem je pro ně dosažený NOPAT.

V grafu můžeme pozorovat vývoj jednotlivých složek v celém sledovaném období. Náklady na kapitál vykazují podobný průběh jako průměrné vážené náklady na kapitál. Z grafu je zřejmé, že hodnota ukazatele EVA je v letech 1999 – 2003 záporná, společnost Strojírny Třinec, a. s. tedy hodnotu EVA nevytváří. Nejnižší hodnoty bylo dosaženo v roce 1999, kdy byla vytvořena záporná ekonomická přidaná hodnota ve výši – 43 312 tis. Kč, nejlepší hodnoty ve výši 3 571 tis. Kč bylo dosaženo v posledním sledovaném roce.

Z grafu je vidět, že vývoj ukazatele EVA koreluje s výší NOPAT. Přestože podnik dosahuje účetní zisk po celé sledované období, v prvních pěti letech je EVA záporná. Náklady na kapitál jsou od roku 1999 poměrně stabilní, NOPAT roste každým rokem s výjimkou roku 2002. V roce 2004 je patrná výše ukazatele NOPAT, který je nejvyšší za celé sledované období, dosahuje hodnoty téměř 61 mil. Kč. Operativní zisk převyšuje náklady na kapitál a je dosažena kladná hodnota ekonomické přidané hodnoty.

#### **Možnosti zlepšení ukazatele EVA**

Samostatný výpočet ukazatele ztrácí na své významnosti, pokud nevíme, jak tento ukazatele zlepšovat. Ke zlepšení EVA dojde, pokud:

- dojde ke zvýšení operativního zisku (NOPAT) bez použití dodatečného kapitálu, tzn. zlepšení operativní výkonnosti, např. vyšší produktivní výkonností,
- dojde k navyšování kapitálu tak dlouho, dokud dodatečný zisk převyší náklady tohoto kapitálu, např. investováním do projektů s pozitivní EVA, jejichž návratnost je vyšší než cena kapitálu,
- dojde k redukci neproduktivního kapitálu, tzn. podnik se zbaví aktivit, které nevytvářejí hodnotu.

#### **4.3.5 Výpočet ukazatele EVA podle metodiky MPO**

Tento ukazatel vyjadřuje hodnotu, která vznikla jako rozdíl mezi výnosem a nákladem pro vlastníky, kteří do podniku vložili své prostředky. Jedná se o rozdíl mezi výnosností vlastního kapitálu a alternativního nákladu na kapitál vynásobený vlastním kapitálem. Jedná se o výnos příslušející vlastníkům za investici do tohoto podniku.

Při výpočtu ukazatele EVA podle Metodiky ministerstva průmyslu a obchodu (MPO) vycházím z následujícího vzorce:

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

Kde: ROE..... rentabilita vlastního kapitálu,  
 $r_e$  ..... alternativní náklad vlastního kapitálu,  
 VK ..... vlastní kapitál.

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) je počítána jako podíl zisku po zdanění k vlastnímu kapitálu. Pro výpočet EVA equity je klíčový výpočet  $r_e$  (viz kapitola 3.2.4.3). Hodnoty  $r_e$  a způsob výpočtu jsou uvedeny v Příloze č. 5. Ukazatel bezrizikové sazby  $r_f$  je ve shodné výši, kterou používá ve svých výpočtech MPO. Přirážku za velikost podniku  $r_{LA}$  se ve sledovaných letech snižuje, z hodnoty 3,63% v roce 1999 na 3,07% v roce 2004. Při výpočtu přirážky za produkční sílu  $r_{podnik}$  splňuje podnik podmínku pro nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním jměním v celém sledovaném období, kdy je tato přirážka nulová. Nulové jsou rovněž hodnoty pro přirážku za finanční stabilitu  $r_{finstab}$ , protože po celé sledované období vykazuje podnik vyšší úroveň běžné likvidity než průměr průmyslu.

Po určení jednotlivých složek může být vypočtena hodnota EVA equity. Hodnoty EVA equity a jednotlivé složky výpočtu uvádí následující tabulka.

Tabulka č. 14: Výpočet EVA equity (tis. Kč)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>EVA equity</b>	<b>-40 593</b>	<b>-32 037</b>	<b>-28 220</b>	<b>-20 813</b>	<b>-14 528</b>	<b>-4 021</b>
ROE	4,25%	4,24%	4,89%	5,07%	5,04%	7,92%
$r_e$	11,93%	10,07%	9,79%	8,51%	7,33%	8,53%
VK	528 414	549 487	575 453	603 659	633 248	660 215
$r_f$	8,30%	6,50%	6,30%	5,10%	4,00%	4,80%

*Pramen: Vlastní výpočty.*

Hodnoty EVA equity se vyvíjí podobně jako ukazatel EVA entity. Podnik v celém sledovaném období vykazuje zápornou hodnotu EVA, protože hodnota rozdílu rentability vlastního kapitálu a  $r_e$  je záporná. Podnik tedy při výpočtu ukazatele EVA pomocí metodiky MPO nedosáhl ve sledovaném období kladné hodnoty.

Při závěrečném vyhodnocení ukazatele je podnik zařazen do následujících kategorií:

- v letech 1999 – 2001 do III. kategorie, podnik dosahuje kladné rentability vlastního kapitálu, která je však menší než výnos bezrizikového aktiva ( $r_f$ ),
- v letech 2002 – 2004 do II. kategorie, podnik netvoří ekonomickou přidanou hodnotu, ale ROE je větší než výnosnost bezrizikového aktiva ( $r_f$ ).

Pro zjištění dopadu jednotlivých položek na ukazatel EVA equity je v následující kapitole proveden pyramidální rozklad tohoto ukazatele obdobným způsobem, jak jej provádí Ministerstvo obchodu a průmyslu.

#### 4.3.6 Pyramidální rozklad ukazatele EVA

Dekompozice přírůstku tohoto ukazatele mi pomůže identifikovat nejdůležitější faktory ovlivňující tvorbu ekonomické přidané hodnoty. Jednotlivé faktory působící na ukazatel ROE současně ovlivňují alternativní náklad na kapitál  $r_e$ . Důraz je kladen na význam produkční síly podniku – podíl zisku před úroky a zdaněním a aktivy (ROA – Return on Assets). Pomocí tohoto poměru můžeme určit výkonnost daného podniku, vypovídá o tom, jak management podniku dokáže zhodnotit majetek podniku. V této podkapitole se zaměřím na stav a vývoj ekonomické přidané hodnoty podniku a na hlavní faktory, které tento vývoj ovlivňují. Pro výpočet vlivů jednotlivých ukazatelů na ukazatel EVA je použita metoda řetězového dosazování.

Tabulka č. 15: Přírůstky EVA equity (tis. Kč)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>EVA equity</b>	-40 593	-32 037	-28 220	-20 813	-14 528	-4 021
<b>Přírůstek EVA</b>		8 556	3 817	7 407	6 285	10 506

*Pramen: Vlastní výpočty.*

Jak lze vidět z tabulky, ani v jednom sledovaném období netvoří Strojírny Třinec, a. s. hodnotu pro vlastníky. Meziroční vývoj je však příznivý.

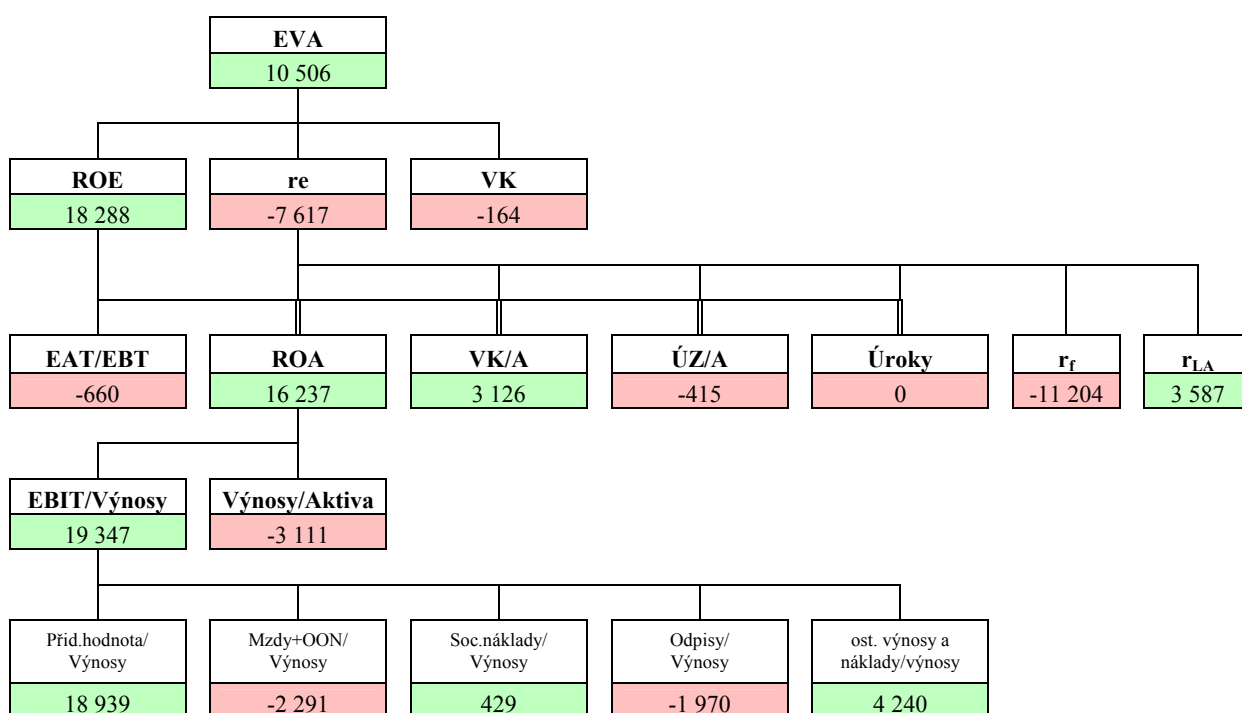
V letech 2003 a 2004 dosáhla hodnota ukazatele EVA záporných hodnot. Meziročně ukazatel dosáhl pozitivní změny, absolutní přírůstek v letech 2003/2004 činí 10 506 tis. Kč.

Pro hodnotu ukazatele EVA jsou rozhodující tyto faktory:

- výše rozdílu ROE a  $r_e$  – výše tzv. spreadu – rozdílu mezi skutečnou a požadovanou výnosností vlastního kapitálu,
- výše vlastního kapitálu.

V následujícím schématu jsou uvedeny hodnoty výsledného vlivu vývoje jednotlivých ukazatelů na vývoj EVA v letech 2003 a 2004. Rozklady v letech 1999 až 2004 jsou uvedeny v příloze (Přílohy č. 6 – 10).

Obrázek č. 6: Rozklad EVA a vliv na změnu EVA 2003/2004 (tis. Kč)



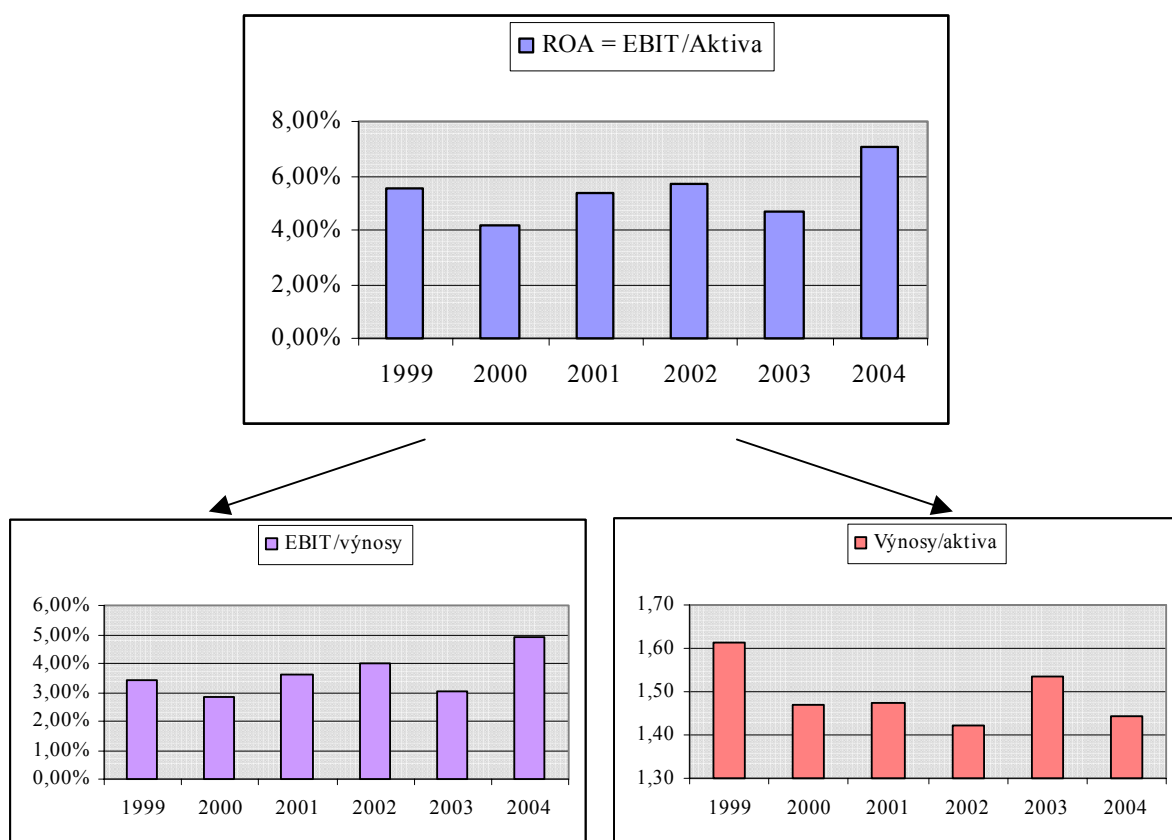
*Pramen: Vlastní tvorba.*

V roce 2003 je hodnota pro vlastníky záporná, požadovaná výnosnost převýšila o 2,29% dosaženou výnosnost vlastního kapitálu. Hodnota rozdílu ROE a  $r_e$  se v roce 2004 změnila, vzrostla z -2,29% na -0,61%. Tento vývoj vedl ke zvýšení ukazatele EVA o 10 671 tis. Kč. Důvody tohoto pozitivního vývoje spreadu jsou následující: velmi příznivě působil na vývoj EVA vývoj hodnoty výnosnosti vlastního kapitálu, která se zvýšila z 5,04% na 7,92%. Tento nárůst ROE zapříčinil růst EVA o 18 228 tis. Kč. Na druhé straně, vývoj rizika ve výši alternativního kapitálu byl negativní, vzrostl z 7,33% na 8,53%, což zapříčinilo pokles EVA o 7 617 tis. Kč.

Vlastní kapitál se zvýšil z 633 248 tis. Kč na 660 215 tis. Kč. Tato skutečnost vedla za dané hodnoty spreadu ke snížení hodnoty EVA o 164 tis. Kč.

Dále je rozložen ukazatel ROE. Tento ukazatel je ovlivněn několika faktory. Jedním z nich je produkční síla podniku (ROA), kdy je poměřován celkový vyprodukovaný zisk před zdaněním a úroky (EBIT) s celkovými aktivy. Tento ukazatel má pro výslednou hodnotu ROE naprostou prioritu, proto je dále dekomponován. Zvyšující se hodnota ROA působí na vývoj ROE pozitivně, vzestup hodnoty z 4,7% na 7,08% způsobil celkový nárůst EVA o 16 237 tis. Kč.

Graf č. 4: Tvorba produkční síly



*Pramen: Vlastní tvorba.*

Při pohledu na výnosnost vloženého kapitálu nejde jen o to, jak je podnik výkonný a jaký zisk je schopen s daným majetkem vytvořit, ale také o to, jakým způsobem bude tento zisk rozdělen. Proto je EBIT dále rozkládán. Pozitivní vliv má vývoj marže (EBIT/výnosy), vzestup této hodnoty z 3,1% na 4,9% způsobil nárůst EVA o 19 347 tis. Kč. Nižší stupeň

využití aktiv znamenal pokles hodnoty obratu aktiv z 1,54 na 1,44, tento pokles svědčí o rychlejším nárůstu aktiv než výnosů. Díky tomu ukazatel EVA poklesl o 3 111 tis. Kč.

Abychom mohli zjistit, které faktory nejvíce ovlivnily marži a vývoj ukazatele EVA, je proveden rozklad tohoto ukazatele. Pozitivním směrem velmi silně působil vývoj podílu přidané hodnoty k výnosům. Nárůst z 27,12% na 28,93% způsobil nárůst hodnoty EVA o 18 939 tis. Kč. Pozitivně na vývoj EVA působil také podíl ostatních nákladů a výnosů na celkových výnosech, v obou letech tento podíl dosahuje kladné hodnoty, tzn. převažují výnosy nad náklady. Je patrné, že za tímto vývojem stojí vývoj rezerv v provozní oblasti. Nárůst podílu ostatních nákladů a výnosů zapříčinil nárůst EVA o 4 240 tis. Kč. Negativně působícím vlivem je vývoj osobní nákladovosti, vývoj celkových osobních nákladů na výnosech způsobil pokles EVA o 1 862 tis. Kč. Dalším negativně působícím jevem je odpisová nákladovost, která je však vzhledem k rozsáhlé investiční činnosti podniku pochopitelná. Způsobila pokles ukazatele EVA o 1 970 tis. Kč.

Dalším faktorem ovlivňující ROE je daňové zatížení podniku, vypočtené jako podíl čistého zisku po zdanění (EAT) a zisku před zdanění (EBT). Tento ukazatel je ovlivněn daněmi, které podnik odvádí. Tyto daně jsou závislé na dani z příjmů a daňovém základu, který se neshoduje s hospodářským výsledkem běžného období, protože hlavní roli zde hraje objem daňově uznatelných nákladů. Tento ukazatel se v roce 2004 snížil oproti roku 2003, tento snižující se podíl pak působil na vývoj ROE negativně a zapříčinil pokles EVA o 660 tis. Kč.

Pozitivně, ve výši 3 126 tis. Kč., působil na vývoj EVA klesající podíl vlastního kapitálu na aktivech, který poklesl z 76,54% na 71,88%. Nárůst bezrizikové sazby  $r_f$  z 4% na 4,8% působil negativně, způsobil pokles hodnoty EVA o 11 204 tis. Kč.

### **Srovnání s odvětvím**

Podle členění OKEČ je podnik Strojírny Třinec, a. s. řazen do zpracovatelského průmyslu - OKEČ 28 a 29 – Výroba kovů a kovodělných výrobků a Výroba strojů a zařízení. Převažující činnost spadá do oblasti Výroby strojů a zařízení (viz Přílohy č. 13 a 14).

Přestože je ukazatel EVA záporný ve všech sledovaných obdobích, meziroční vývoj EVA je příznivý, a to jak v oboru Výrobě strojů a zařízení celkem, tak i ve sledovaném podniku. Zlepšování v letech 2003/2004 je však ve Strojárnách Třinec, a. s. dynamičtější než je běžné

v tomto oboru, důvodem je lepší produkční síla způsobená vyšší marží. Zvyšuje se podíl přidané hodnoty na výnosech a ostatních nákladech a výnosů na výnosech celkem, vyšší je však i osobní nákladovost. Obrat aktiv je nad úrovní oboru Výroby a opravy strojů, pokles obratu však způsobil pokles hodnoty EVA.

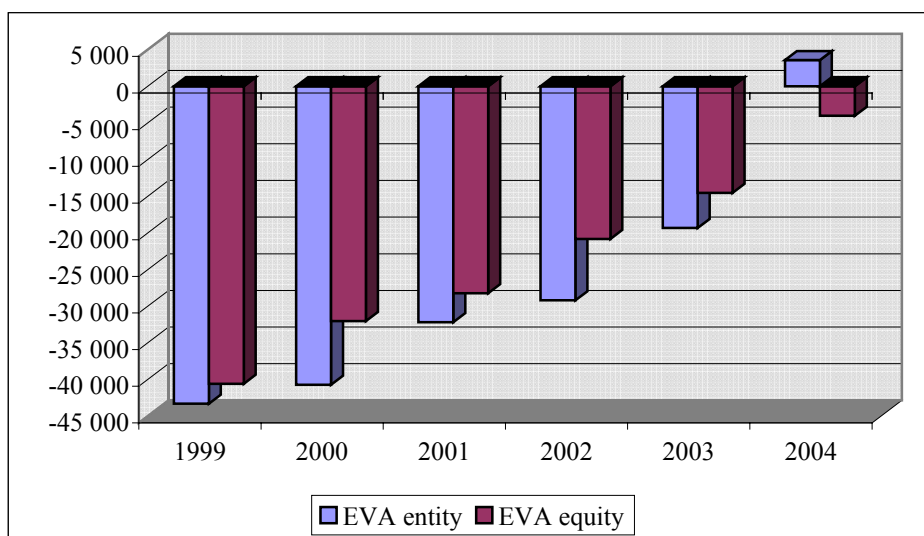
Základní vývojové trendy v průmyslu jako celku v letech 2003/2004 byly:

- Zlepšení výsledků hospodaření podniků díky meziročnímu růstu rentability vlastního kapitálu (ROE) na 10,8 % a produkční síly (ROA) na 9,2 %. Hlavní přínos měl zpracovatelský průmysl, jehož rentabilita vlastního kapitálu na 12,5 % a produkční síla z 7,8 % na téměř 10 %. ROE podniku Strojírny Třinec, a. s. dosáhla 7,92% a ROA 7,08%, což je pod úrovní průměru zpracovatelského průmyslu.
- Průmysl v roce 2004 poprvé jako celek tvořil ekonomickou přidanou hodnotu, která se ze záporné hodnoty meziročně zlepšila o 34,8 mld. Kč na 5,7 mld. Kč. Na tomto výsledku se podílel nejvíce zpracovatelský průmysl. Změnu ekonomické přidané hodnoty nejvíce pozitivně ovlivnila zvýšená efektivnost, která se projevila růstem rentability vlastního kapitálu i rentability aktiv – tento trend můžeme pozorovat i ve Strojárnách Třinec, a. s., kdy došlo k nárůstu ROE i ROA.

#### 4.3.7 Srovnání EVA entity a EVA equity

V následujícím grafu můžeme pozorovat vývoj EVA entity a EVA equity.

Graf č. 5: Srovnání vývoje EVA entity a EVA equity podniku Strojírny Třinec, a. s. (tis. Kč)



*Pramen: Vlastní tvorba.*

V grafu je viditelný rostoucí trend obou ukazatelů. Z grafu je patrné, že vývoj ekonomické přidané hodnoty dle metodiky MPO v podstatě kopíruje vývoj EVA entity. Rozdílný výsledek ukazatele EVA entity oproti EVA equity je způsoben především vstupujícím faktorem NOPAT (hospodářský výsledek je očištěn o vlivy, které nejsou operativního charakteru) a konstrukcí alternativního kapitálu  $r_e$ . K růstu EVA equity dochází zejména vlivem zvyšující se rentability vlastního jmění ROE doplněné postupným snižováním  $r_e$ .

#### 4.3.8 Odhad budoucího vývoje ekonomické přidané hodnoty

Výpočet prognózovaných hodnot EVA vychází z hodnot podnikového plánu v letech 2005 až 2007. Kalkulace ekonomické přidané hodnoty je provedena pomocí metodiky Ministerstva obchodu a průmyslu ČR. Bylo vhodnější použít tuto metodu, protože odhadnout výši investovaného kapitálu by bylo mnohem náročnější.

Management neuvažuje o změně výše základního kapitálu, na rok 2005 jsou naplánovány výplaty dividend ve výši 100 mil. Kč, v roce 2006 pak 25 mil. Kč a v roce 2007 není vyplácení dividend plánováno. Vývoj vlastního kapitálu je tedy ovlivňován vývojem hospodářského výsledku a plánovanou výši dividend. Výpočet hospodářského výsledku již počítá s postupným snižováním sazby daně z příjmu, která poklesla z 28% v roce 2004 na 26% v roce 2005, a na 24% v roce 2006 a 2007. Náklady na kapitál  $r_e$  bude představovat součet bezrizikové sazby  $r_f$ , přírážek za velikost podniku, produkční sílu a finanční stabilitu. Bezriziková sazba je v roce 2005 ve výši 3,3% a je převzata pro všechna prognózovaná období. K té byla přičtena pouze přírážka za velikost podniku, která se mění v souvislosti s vývojem vlastního kapitálu. Přírážky za produkční sílu a finanční stabilitu by vzhledem k dosavadnímu vývoji měly zůstat nulové.

Tabulka č. 16: Odhad budoucích hodnot EVA

	2005	2006	2007
<b>EVA equity</b>	<b>25 830</b>	<b>-2 152</b>	<b>5 227</b>
ROE	10,59%	6,08%	7,14%
$r_e$	6,47%	6,42%	6,36%
- $r_f$	3,30%	3,30%	3,30%
- $r_{LA}$	3,17%	3,12%	3,06%
VK	626 513	643 841	666 435
EAT	66 340	39 174	47 595

*Pramen: Vlastní tvorba.*



Je však potřeba si uvědomit, že odhad budoucích hodnot EVA je jen predikce a skutečné hodnoty mohou být odlišné. Určení výše  $r_e$  na období 3 let dopředu není jednoznačné, proto se odhad těchto hodnot nemusí naplnit.

Z tabulky je zřejmé, že podnik v roce 2005 očekává vysokou tvorbu hodnoty, a to ve výši 25 830 tis. Kč, v roce 2006 by mělo dojít k poklesu a dosažení záporné přidané hodnoty. V roce 2007 se očekává nárůst EVA a dosažení kladné hodnoty 5 227 tis. Kč. Rozdílné výše ukazatele EVA jsou způsobeny především rozdílnou výší plánovaného zisku.

#### **4.3.9 Hodnocení výkonnosti pomocí metody EVA**

Pro stanovení ekonomické výkonnosti podniku Strojírny Třinec, a.s. byl hodnotícím kritériem ukazatel EVA. Tento způsob hodnocení je velkým přínosem pro vlastníka, protože tato metoda zohledňuje náklady na vlastní kapitál. Na základě dvou metodických přístupů byl proveden výpočet ekonomické přidané hodnoty v letech 1999 až 2004. Oba způsoby výpočtu potvrdily, že výkonnost podniku z pohledu tvorby ekonomické přidané hodnoty v letech 1999 – 2003 nelze hodnotit pozitivně. Pozitivně lze však hodnotit vývoj tohoto ukazatele, neboť podnik každoročně navyšoval jeho hodnotu.

Pro stanovení výkonnosti podniku jsem porovnála vypočítané hodnoty EVA equity s vývojem odvětví zpracovatelského průmyslu Výroby strojů a zařízení. Na základě Finanční analýzy průmyslu a stavebnictví za rok 2004, kterou zpracovává Ministerstvo průmyslu a obchodu, je možné porovnávat výkonnost podniku s odvětvím Výroby strojů a zařízení jako celku. Celé odvětví vykazuje ROE na úrovni 8,43% a ukazatel  $ROE-r_e$  -5,90%, Strojírny Třinec, a.s. dosáhly v roce 2004 hodnoty 7,92% resp. 0,61%.

## ZÁVĚR

Cílem této diplomové práce bylo zhodnotit ekonomickou výkonnost podniku pomocí ekonomické přidané hodnoty. Společnost Strojírny Třinec, a. s. byla zhodnocena pomocí této metody za období šesti let, pro výpočet jsem měla k dispozici všechny údaje ve výročních zprávách a přílohách k účetní závěrce v letech 1999 – 2004. Využití metody ekonomické přidané hodnoty se jeví v podmínkách České republiky jako perspektivní a v mnoha podnicích se běžně aplikuje. Podnik Strojírny Třinec, a. s. v současnosti nevyužívá hodnocení výkonnosti podle ukazatele EVA, proto tato diplomová práce může posloužit i jako podnět k úvaze nad zavedením hodnocení výkonnosti podniku pomocí tohoto ukazatele.

Pro aplikaci ekonomické přidané hodnoty bylo nutné teoreticky zdůvodnit podstatu a možnosti použití této moderní metody. Podrobná charakteristika jednotlivých přístupů byla velmi důležitá pro aplikaci této metody v praktické části. Pro posouzení ekonomické výkonnosti podniku bylo klíčové provést výpočet ekonomické přidané hodnoty na základě účetních výkazů. K objektivnějšímu hodnocení jsem použila dva nejčastěji používané přístupy.

Hodnoty ukazatele EVA entity ve sledovaných letech dosahují záporných hodnot, výjimkou je rok 2004, kdy hodnota EVA dosahuje kladné hodnoty. V letech 1999 – 2003 společnost Strojírny Třinec, a. s. netvořila hodnotu pro vlastníky. Celkově tento ukazatel naznačil neefektivní využívání vloženého kapitálu, docházelo pravděpodobně k nehospodárnému využívání jeho zdrojů. Jedním z řešení zlepšení výsledku EVA by bylo zvýšení hodnoty operativního zisku, což dokazuje rok 2004, kdy bylo dosaženo takového hospodářského výsledku, který vedl ke kladné hodnotě ukazatele EVA a tím i ke zhodnocení vloženého kapitálu. Od roku 2002 tento podnik zlepšuje hodnotu přírůstku EVA, v posledním sledovaném roce 2004 došlo k nárůstu téměř o 23 mil. Kč a hodnota ukazatele EVA dosáhla výše 3 571 tis. Kč.

Dále byla vypočtena ekonomická přidaná hodnota pomocí metodiky Ministerstva průmyslu a obchodu ČR. Při výpočtu EVA equity je využit ukazatel rentability vlastního kapitálu (ROE), který je jeden z nejdůležitějších ukazatelů pro investory. Při výpočtu ukazatele EVA pomocí této metodiky bylo zjištěno, že ve všech sledovaných obdobích je hodnota EVA záporná,

meziročně však dochází k postupnému nárůstu, naznačující pozitivní trend ve vývoji. Dynamika nárůstu hodnoty EVA je větší než v oboru a její hodnota je rostoucí.

Výsledkem je zjištění, že podnik Strojírny Třinec, a. s. nebyl v posledních letech z hlediska ekonomické přidané hodnoty ekonomicky výkonný, protože neprodukoval ekonomický zisk a netvořil tak hodnotu pro vlastníky. V roce 2004 však tento podnik dosáhl kladné ekonomické přidané hodnoty a došlo ke zhodnocení vloženého kapitálu. Na základě předpovědi vývoje ekonomické přidané hodnoty by měl dosavadní vývoj pokračovat a v nejbližších letech se dá předpokládat příznivý vývoj EVA a její postupný nárůst. K celkovému posouzení finanční situace podniku by však bylo vhodné provést komplexnější finanční analýzu.

Metoda ekonomické přidané hodnoty má celou řadu výhod, zejména jako ukazatel podnikového hospodaření nebo při použití tržního oceňování. Tato metoda by však v žádném případě neměla být přeceňována, protože se jedná o další stupeň ve vývoji hodnocení ekonomické výkonnosti podniku. Mezi největší nevýhody patří složitost výpočtu jednotlivých proměnných pro výpočet EVA, neexistence jednotného přístupu a velké množství úprav. Další nevýhodou je skutečnost, že se jedná o ukazatel absolutní, který je ovlivňovaný velikostí podniku.

## SEZNAM GRAFŮ

Graf č. 1: Vzdělanostní struktura zaměstnanců .....	49
Graf č. 2: Vývoj výsledku hospodaření za běžnou činnost před daní (v tis. Kč) .....	53
Graf č. 3: EVA entity podniku Strojírny Třinec, a. s. (tis. Kč).....	56
Graf č. 4: Tvorba produkční síly .....	61
Graf č. 5: Srovnání vývoje EVA entity a EVA equity podniku Strojírny Třinec, a. s. (tis. Kč)....	63

## SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek č. 1: Rámec BSC .....	21
Obrázek č. 2: Zákaznická perspektiva – základní měřítka .....	22
Obrázek č. 3: Perspektiva interních podnikových procesů – obecný model hodnotového řetězce .....	23
Obrázek č. 4: Rozklad ukazatele EVA .....	26
Obrázek č. 5: Organizační struktura společnosti .....	47
Obrázek č. 6: Rozklad EVA a vliv na změnu EVA 2003/2004 (tis. Kč).....	60

## SEZNAM TABULEK

Tabulka č. 1: Dopady úprav do rozvahy pro výpočet ukazatele EVA .....	34
Tabulka č. 2: Úpravy vedoucí k výpočtu NOPAT.....	36
Tabulka č. 3: Funkce ukazatele charakterizující velikost podniku.....	40
Tabulka č. 4: Funkce ukazatele charakterizující tvorbu produkční síly ( $r_{\text{podnikatelské}}$ ) .....	40
Tabulka č. 5: Ukazatelé charakterizující vztahy mezi aktivy a pasivy ( $r_{\text{FinStab}}$ ).....	40
Tabulka č. 6: Struktura dosažených výkonů (v tis. Kč).....	48
Tabulka č. 7: Hospodářské výsledky (v tis. Kč).....	48
Tabulka č. 8: Počet zaměstnanců a průměrné náklady na zaměstnance.....	49
Tabulka č. 9: Majetek pořízený na leasing (v tis. Kč) .....	51
Tabulka č. 10: Úpravy aktiv vedoucí k NOA .....	52
Tabulka č. 11: Úpravy hospodářského výsledku vedoucí k NOPAT .....	54
Tabulka č. 12: Výpočet WACC.....	55
Tabulka č. 13: Výpočet EVA entity (tis. Kč) .....	56
Tabulka č. 14: Výpočet EVA equity (tis. Kč).....	58
Tabulka č. 15: Přírůstky EVA equity (tis. Kč) .....	59
Tabulka č. 16: Odhad budoucích hodnot EVA.....	64

# SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY A ZDROJŮ

## Monografické publikace

- [1] GRÜNWARD, R.; HOLEČKOVÁ, J.: *Finanční analýza a plánování podniku*. 1. vyd. Praha : Vysoká škola ekonomická v Praze, 1999. 196 s. ISBN 80-7079-587-5.
- [2] HORVÁT & PARTNERS: *Balanced scorecard v praxi*. 1. vyd. Praha : Profess Consulting, 2002. 386 s. ISBN 80-7259-018-9.
- [3] KAPLAN, R. S.; NORTON, D. S.: *Balanced scorecard : strategický systém měření výkonnosti podniku*. 1 vyd. Praha : Management Press, 2001. 267 s. ISBN 80-7261-037-6.
- [4] KISLINGEROVÁ, E.; NEUMAIEROVÁ, I.: *Rozbor výkonnosti firmy (případová studie)*. 1. vyd. Praha : Vysoká škola ekonomická v Praze, 2000. 112 s. ISBN 80-245-0027-2.
- [5] KISLINGEROVÁ, E.; NEUMAIEROVÁ, I.: *Vybrané příklady firemní výkonnosti podniku*. 1. vyd. Praha : Vysoká škola ekonomická v Praze, 1996. 242 s. ISBN 80-7079-641-3.
- [6] KISLINGEROVÁ, E.: *Oceňování podniku. 2. přepracované a doplněné vydání*. 2 vyd. Praha : C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- [7] KONEČNÝ, M.: *Finanční analýza a plánování*. 8. vyd. Brno : VUT, 2003. 102 s. ISBN 80-86510-65-4.
- [8] MAŘÍK, M.: *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha : Ekopress, 1998. 206 s. ISBN 80-861 19-09-2.
- [9] MAŘÍKOVÁ, P.; MAŘÍK, M.: *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. Přepracované a rozšířené vydání*. 2 vyd. Praha : Ekopress, 2005. 168 s. ISBN 80-86119-61-0.
- [10] NEUMAIEROVÁ, I.; NEUMAIER, I.: *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha : Grada Publishing, 2002. 215 s. ISBN 80-247-0125-1.

- [11] SEDLÁČEK, J.: *Účetní data v rukou manažera. Finanční analýza v řízení firmy*. 1. vyd. Brno : Computer Press, 1998. 195 s. ISBN 80-7226-140-1.
- [12] SEDLÁČEK, J.; HAMPLOVÁ, E.: *Finanční analýza*. 1. vyd. Brno : Masarykova univerzita v Brně, 1998. 200 s. ISBN 80-210-1775-9.
- [13] STEWART, G. B.: *The Quest for Value*. New York : HarperBusiness, 1991. ISBN 0-88730-418-4.
- [14] SYNEK, M. a kolektiv: *Manažerská ekonomika. 2. přepracované a rozšířené vydání*. 2. vyd. Praha : Grada Publishing, 2001. 480 s. ISBN 80-247-9069-6.
- [15] ŠULÁK, M.; VACÍK, E.: *Měření výkonnosti firem*. 1. vyd. Plzeň : Západočeská univerzita v Plzni, 2003. 138 s. ISBN 80-7043-258-6.

#### **Ostatní zdroje**

- [1] Burza cenných papírů Praha [online]. Dostupný na WWW: <<http://www.pse.cz>>
- [2] Český statistický úřad [online]. Dostupný na WWW: <<http://www.czso.cz>>
- [3] Ministerstvo obchodu a průmyslu ČR [online]. *Finanční analýza průmyslu a stavebnictví za rok 1999 – 2004*. [cit. 2006-01-28]. Dostupný na WWW: <<http://www.mpo.cz>>
- [4] Ministerstvo financí [online]. Dostupný na WWW: <<http://www.mf.cz>>
- [5] Deloitte [online]. *Mezinárodní účetní standardy* [cit. 2006-12-12]. Dostupný na WWW: <<http://www.iasplus.com>>
- [6] Stern Stewart & Co. [online]. Dostupný na WWW: <<http://www.eva.com>>
- [7] Strojírny Třinec, a. s. [online]. Dostupný na WWW: <<http://www.strojirnytrinec.cz>>
- [8] Výroční zprávy společnosti Strojírny Třinec, a. s., 1999 – 2004
- [9] Podnikatelský plán společnosti Strojírny Třinec, a. s. 2005 - 2007

## SEZNAM PŘÍLOH

- Příloha č. 1: Rozvaha společnosti Strojírny Třinec, a. s. 1999 - 2004 (v tis. Kč)
- Příloha č. 2: Výkaz zisku a ztráty Strojírny Třinec, a. s. 1999 - 2004 (v tis. Kč)
- Příloha č. 3: Výkaz cash flow Strojírny Třinec, a. s. 1999 - 2004 (v tis. Kč)
- Příloha č. 4: Výpočet daně z příjmů pro potřeby výpočtu NOPAT
- Příloha č. 5: Výpočet WACC a  $r_e$  pomocí stavebnicového modelu dle metodiky MPO
- Příloha č. 6: Rozklad EVA 1999/2000
- Příloha č. 7: Rozklad EVA 2000/2001
- Příloha č. 8: Rozklad EVA 2001/2002
- Příloha č. 9: Rozklad EVA 2002/2003
- Příloha č. 10: Rozklad EVA 2003/2004
- Příloha č. 11: Rozklad EVA 2002/2003 – Zpracovatelský průmysl
- Příloha č. 12: Rozklad EVA 2003/2004 – Zpracovatelský průmysl
- Příloha č. 13: Rozklad EVA 2002/2003 – Výroba a opravy strojů
- Příloha č. 14: Rozklad EVA 2003/2004 – Výroba a opravy strojů

Příloha č. 1: Rozvaha společnosti Strojírny Třinec, a. s. 1999 - 2004 (v tis. Kč)

	AKTIVA (v tis. Kč)	1999	2000	2001	2002	2003	2004
	<b>AKTIVA celkem</b>	<b>641 622</b>	<b>708 924</b>	<b>770 904</b>	<b>781 145</b>	<b>827 367</b>	<b>918 533</b>
<b>A.</b>	<b>Pohledávky za upsaný základní kapitál</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>301 774</b>	<b>289 221</b>	<b>256 874</b>	<b>235 735</b>	<b>254 543</b>	<b>370 828</b>
<b>I.</b>	<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	<b>6 920</b>	<b>4 784</b>	<b>1 593</b>	<b>460</b>	<b>4 288</b>	<b>8 378</b>
	Software	599	1261	879	444	209	8 378
	Ocenitelná práva	6 177	3 443	709	16	1	0
	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	144	80	5	0	4 078	0
<b>II.</b>	<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	<b>294 854</b>	<b>284 437</b>	<b>255 281</b>	<b>235 275</b>	<b>250 255</b>	<b>317 411</b>
	Stavby	13 653	13 440	14 598	14 224	13 850	13 476
	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	274 236	259 743	237 591	204 312	228 811	278 970
	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	2 642	2 138	1 681	1 145	979	1 379
	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	91	1 668	62	876	302	11 326
	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	4 232	7 448	1 349	14 718	6 313	12 260
<b>III.</b>	<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>45 039</b>
	Podíly v ovládaných a řízených osobách	0	0	0	0	0	45 039
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>338 667</b>	<b>419 212</b>	<b>511 129</b>	<b>545 154</b>	<b>572 739</b>	<b>547 374</b>
<b>I.</b>	<b>Zásoby</b>	<b>151 784</b>	<b>147 907</b>	<b>144 617</b>	<b>110 478</b>	<b>120 202</b>	<b>140 194</b>
	Materiál	81 659	82 781	79 703	56 040	63 686	67 200
	Nedokončená výroba a polotovary	53 568	59 225	51 121	36 450	35 352	39 055
	Výrobky	16 557	5 901	13 793	17 988	21 164	33 939
<b>II.</b>	<b>Dlouhodobé pohledávky</b>	<b>1 925</b>	<b>1 694</b>	<b>1 648</b>	<b>5 668</b>	<b>3 445</b>	<b>2 818</b>
	Pohledávky z obchodních vztahů	5	0	0	4 308	1 733	969
	Jiné pohledávky	1 920	1 694	1 648	1 360	1 712	1 849
<b>III.</b>	<b>Krátkodobé pohledávky</b>	<b>133 654</b>	<b>237 856</b>	<b>320 515</b>	<b>359 410</b>	<b>362 895</b>	<b>286 758</b>
	Pohledávky z obchodních vztahů	131 972	237 565	306 344	347 278	359 311	169 506
	Stát - daňové pohledávky	1 566	119	38	0	1	0
	Krátkodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	0	3 128	396
	Dohadné účty aktivní	18	13	600	19	411	311
	Jiné pohledávky	98	159	13 533	12 113	44	116 545
<b>IV.</b>	<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	<b>51 304</b>	<b>31 755</b>	<b>44 349</b>	<b>69 598</b>	<b>86 197</b>	<b>117 604</b>
	Peníze	160	205	222	168	275	268
	Účty v bankách	51 144	31 550	29 992	69 430	13 339	12 933
	Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	0	14 135	0	72 583	104 403
<b>D.</b>	<b>Ostatní aktiva</b>	<b>1 181</b>	<b>491</b>	<b>2 901</b>	<b>256</b>	<b>85</b>	<b>331</b>
<b>I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>1 181</b>	<b>491</b>	<b>2 901</b>	<b>256</b>	<b>85</b>	<b>331</b>
	Náklady příštích období	952	414	935	256	85	327
	Příjmy příštích období	0	0	0	0	0	4
	Kurzovní rozdíly aktivní	229	77	1 966	0	0	0



	<b>PASIVA (v tis. Kč)</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>
	<b>PASIVA celkem</b>	<b>641 622</b>	<b>708 924</b>	<b>770 904</b>	<b>781 145</b>	<b>827 367</b>	<b>918 533</b>
<b>A.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>528 414</b>	<b>549 487</b>	<b>575 453</b>	<b>603 659</b>	<b>633 248</b>	<b>660 215</b>
I.	Základní kapitál	500 000	500 000	500 000	500 000	500 000	500 000
	Základní kapitál	500 000	500 000	500 000	500 000	500 000	500 000
III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ost. fondy ze zisku	1 077	2 176	3 362	4 793	6 519	8 264
	Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	767	1 890	3 055	4 462	5 992	7 586
	Statutární a ostatní fondy	310	286	307	331	527	678
IV.	Výsledek hospodaření minulých let	4 881	24 014	43 946	68 283	94 838	99 635
	Nerozdělený zisk minulých let	4 881	24 014	43 946	68 283	94 838	99 635
V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období	22 456	23 297	28 145	30 583	31 891	52 316
<b>B.</b>	<b>Cizí zdroje</b>	<b>112 182</b>	<b>158 975</b>	<b>194 923</b>	<b>177 486</b>	<b>194 119</b>	<b>258 013</b>
I.	Rezervy	30 529	53 378	43 966	44 867	30 439	16 000
	Rezervy podle zvláštních předpisů	30 300	53 300	42 000	44 867	30 439	16 000
	Rezerva na kurzové ztráty	229	78	1 966	0	0	0
II.	Dlouhodobé závazky	19 795	25 700	38 016	39 419	51 948	42 002
	Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	16 065	11 274
	Odložený daňový závazek	19 795	25 700	38 016	39 419	35 883	30 728
III.	Krátkodobé závazky	61 858	79 897	112 941	93 200	111 732	134 158
	Závazky z obchodních vztahů	37 432	54 396	83 916	51 463	72 706	90 960
	Závazky k zaměstnancům	10 102	11 361	12 521	13 482	12 397	14 380
	Závazky ze sociálního a zdravotního pojištění	5 407	6 459	7 281	7 714	7 505	8 953
	Stát - daňové závazky a dotace	7 357	6 194	7 808	19 129	13 017	16 547
	Krátkodobé přijaté zálohy	0	0	0	0	3 991	1 465
	Dohadné účty pasivní	87	60	8	1	316	97
	Jiné závazky	1 473	1 427	1 407	1 411	1 800	1 756
IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0	65 853
	Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	0	0	0	52 682
	Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	0	13 171
<b>C.</b>	<b>Ostatní pasiva</b>	<b>1 026</b>	<b>462</b>	<b>528</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>305</b>
I.	Časové rozlišení	1 026	462	528	0	0	305
	Výdaje příštích období	1 011	0	0	0	0	305
	Kurzové rozdíly pasivní	15	462	528	0	0	0

Příloha č. 2: Výkaz zisku a ztráty Strojírny Třinec, a. s. 1999 - 2004 (v tis. Kč)

		1999	2000	2 001	2 002	2 003	2 004
II.	Výkony	972 613	982 846	1 060 919	1 058 599	1 232 644	1 274 239
	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	968 998	984 116	1 044 355	1 069 815	1 221 613	1 245 101
	Změna stavu zásob vlastní činnosti	1 502	-4 874	100	-15 260	7 007	14 362
	Aktivace	2 113	3 604	16 464	4 044	4 024	14 776
B.	Výkonová spotřeba	628 115	619 694	710 192	706 103	888 047	890 864
	Spotřeba materiálu a energie	550 218	526 129	620 190	618 006	723 624	727 898
	Služby	77 897	93 565	90 002	88 097	164 423	162 966
+	Přidaná hodnota	344 498	363 152	350 727	352 496	344 597	383 375
C.	Osobní náklady	241 969	244 684	255 472	261 155	269 647	283 573
	Mzdové náklady	175 659	175 599	183 448	187 101	189 762	199 954
	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	516	511	469	667	648	648
	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojišť.	60 897	63 836	66 472	68 201	69 595	73 459
	Sociální náklady	4 897	4 738	5 083	5 186	9 642	9 512
D.	Daně a poplatky	104	101	95	70	71	88
E.	Odpisy dlouhodobého nehmot. a hmot. majetku	50 267	62 010	50 436	43 354	46 437	50 925
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	26 889	25 620	33 458	21 259	20 393	29 207
	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	76	120	11 353	1 901	456	313
	Tržby z prodeje materiálu	26 813	25 500	22 105	19 358	19 937	28 894
F.	Zůstatková cena prodaného dl. majetku a materiálu	25 626	24 227	31 339	23 037	22 160	35 043
	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	48	9	12 526	1 284	3 480	11 004
	Prodaný materiál	25 578	24 218	18 813	21 753	18 680	24 039
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provoz. oblasti a komplexních nákladů příštích období	-23 725	-22 060	-5 272	974	-13 926	-29 014
IV.	Ostatní provozní výnosy	6 017	14 546	4 160	1 418	1 895	1 964
H.	Ostatní provozní náklady	8 157	17 120	3 965	5 247	6 262	4 391
*	<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>27 556</b>	<b>33 116</b>	<b>52 310</b>	<b>41 336</b>	<b>36 234</b>	<b>69 540</b>
M.	Změna stavu rezerv a oprav. položek ve fin.oblasti	8	-151	1 888	-1 966	0	0
X.	Výnosové úroky	1 466	733	1 190	1 436	1 346	1 413
N.	Nákladové úroky	0	0	181	139	699	1 159
XI.	Ostatní finanční výnosy	22 395	5 137	2 992	12 045	13 667	18 452
O.	Ostatní finanční náklady	16 729	10 710	9 244	15 826	13 227	24 386
*	<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>7 140</b>	<b>-4 689</b>	<b>-7 131</b>	<b>-518</b>	<b>1 087</b>	<b>-5 680</b>
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	12 818	6 096	13 090	13 704	6 250	11 544
	splatná	289	192	773	12 301	9 786	16 699
	odložená	12 529	5 904	12 317	1 403	-3 536	-5 155
**	<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>21 878</b>	<b>22 331</b>	<b>32 089</b>	<b>27 114</b>	<b>31 071</b>	<b>52 316</b>
XIII.	Mimořádné výnosy	940	2 943	1 485	4 373	820	0
R.	Mimořádné náklady	362	1 977	5 429	904	0	0
*	Mimořádný výsledek hospodaření	578	966	-3 944	3 469	820	0
***	<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>	<b>22 456</b>	<b>23 297</b>	<b>28 145</b>	<b>30 583</b>	<b>31 891</b>	<b>52 316</b>
****	<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>35 274</b>	<b>29 393</b>	<b>41 235</b>	<b>44 287</b>	<b>38 141</b>	<b>63 860</b>

Příloha č. 3: Výkaz cash flow Strojírny Třinec, a. s. 1999 - 2004 (v tis. Kč)

		1999	2000	2 001	2 002	2 003	2 004
P.	Počáteční stav peněžních prostředků	81 132	51 304	31 755	30 214	69 598	86 197
	<b>Peněžní toky z hlavní výdělečné činnosti</b>						
Z.	Výsledek hospodaření za běžnou činnost před zdan.	34 696	28 428	45 178	40 818	37 321	63 860
A. 1.	Úpravy o nepeněžní operace	73 481	83 162	43 783	43 235	35 672	32 348
A.1.1.	Odpisy stálých aktiv	51 328	62 010	52 332	43 383	46 437	50 925
A.1.2.	Změna stavu opravných položek a rezerv	23 647	21 996	-6 367	-1 205	-16 678	-29 014
A.1.3.	Zisk (ztráta) z prodeje stálých aktiv	-28	-111	-1 173	-617	3 024	10 691
A.1.5.	Nákladové a výnosové úroky	-1 466	-733	-1 009	-1 297	-647	-254
A.1.6.	Opravy o ostatní nepeněžní operace	0	0	0	2 971	3 536	0
<b>A.*</b>	<b>Čistý provozní peněžní tok před změnami pracovního kapitálu</b>	<b>108 176</b>	<b>111 590</b>	<b>88 961</b>	<b>84 053</b>	<b>72 993</b>	<b>96 208</b>
A. 2.	Změna stavu pracovního kapitálu	58 980	-82 541	-54 788	-18 591	32 958	189 900
A.2.1.	Změna stavu pohledávek a čas. rozlišení aktiv	26 741	-96 841	-76 493	-51 374	-836	195 271
A.2.2.	Změna stavu závazků a časového rozlišení pasiv	-20 481	18 066	32 606	-19 779	43 518	10 947
A.2.3.	Změna stavu zásob	52 720	-3 766	3 234	38 427	-9 724	-16 318
A.2.4.	Změna stavu krátkodobého finančního majetku	0	0	-14 135	14 135	0	0
<b>A.**</b>	<b>Čistý provozní peněžní tok před zdaněním a mimořádnými položkami</b>	<b>167 156</b>	<b>29 049</b>	<b>34 173</b>	<b>65 462</b>	<b>105 951</b>	<b>286 108</b>
A. 3.	Vyplacené úroky	0	0	-181	-139	-699	-854
A. 4.	Přijaté úroky	1 466	733	1 190	1 436	1 346	1 413
A. 5.	Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost	-1 102	1 273	-188	-1 207	-18 813	-9 905
A. 6.	Příjmy a výdaje spojené s mimořádn. účet. případy	776	966	265	3 469	820	0
<b>A.***</b>	<b>Čistý peněžní tok z provozní činnosti</b>	<b>168 296</b>	<b>32 021</b>	<b>35 259</b>	<b>69 021</b>	<b>88 605</b>	<b>276 762</b>
	<b>Peněžní toky z investiční činnosti</b>						
B. 1.	Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-33 404	-49 466	-32 478	-29 161	-70 160	-286 172
B. 2.	Příjmy z prodeje stálých aktiv	76	120	11 353	1 901	456	313
B. 3.	Půjčky a úvěry spřízněným osobám	0	0	-13496	0	0	0
<b>B.***</b>	<b>Čistý peněžní tok z investiční činnosti</b>	<b>-33 328</b>	<b>-49 346</b>	<b>-34 621</b>	<b>-27 260</b>	<b>-69 704</b>	<b>-285 859</b>
	<b>Peněžní toky z finanční činnosti</b>						
C. 1.	Změna stavu závazků z financování	161 638	0	0	0	0	65 853
C. 2.	Dopady změn vlastního kapitálu	-3 158	-2 224	-2 179	-2 377	-2 302	-25 349
C.2.5.	Výdaje z kapitálových fondů	-3 158	-2 224	-2 179	-2 377	-2 302	-2 349
C.2.6.	Vyplacené dividendy	0	0	0	0	0	-23 000
<b>C.***</b>	<b>Čistý peněžní tok z finanční činnosti</b>	<b>164 796</b>	<b>-2 224</b>	<b>-2 179</b>	<b>-2 377</b>	<b>-2 302</b>	<b>40 504</b>
<b>F.</b>	<b>Čistá změna peněžních prostředků</b>	<b>-29 828</b>	<b>-19 549</b>	<b>-1 541</b>	<b>39 384</b>	<b>16 599</b>	<b>31 407</b>
<b>R.</b>	<b>Konečný stav peněžních prostředků</b>	<b>51 304</b>	<b>31 755</b>	<b>30 214</b>	<b>69 598</b>	<b>86 197</b>	<b>117 604</b>

Příloha č. 4: Výpočet daně z příjmů pro potřeby výpočtu NOPAT

	1999	2000	2 001	2 002	2 003	2 004
Výsledek hospodaření za běž. činnost před daní	34 696	28 427	45 179	40 818	37 321	63 860
Daň z příjmů	12 818	6 096	13 090	13 704	6 250	11 544
Daň. sazba pro výpočet NOPAT	0,36944	0,21444	0,28974	0,33573	0,16747	0,18077
Nezdaněný NOPAT	34 949	27 646	45 657	39 210	40 050	74 403
Daň na úrovni NOPAT	12 912	5 928	13 229	13 164	6 707	13 450
NOPAT	22 038	21 717	32 429	26 046	33 343	60 953

Příloha č. 5: Výpočet WACC a  $r_e$  pomocí stavebnicového modelu dle metodiky MPO

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>rf</b>	8,30%	6,50%	6,30%	5,10%	4,00%	4,80%

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>rLA</b>	3,63%	3,57%	3,49%	3,41%	3,33%	3,07%
rLA	0,03632	0,03570	0,03495	0,03414	0,03330	0,03074
UZ (mld.)	0,52841	0,54949	0,57545	0,60366	0,63325	0,72607

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>rpodnik</b>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
UZ/A	0,82356	0,77510	0,74647	0,77279	0,76538	0,79046
U/(BU + O)	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,01760
X1=UZ/A*U/(BU+O)	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,01391
EBIT/A	0,05498	0,04146	0,05372	0,05687	0,04694	0,07079
rpodnik	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>rFinStab</b>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Průměr likvidity v průmyslu	1,01	1,08	1,12	1,19	1,28	1,47
XL	1,20	1,20	1,20	1,20	1,28	1,47
celková likvidita = OA/krátkodobé zdroje	5,44	5,23	4,51	5,79	5,10	3,70

<b>WACC</b>	<b>11,93%</b>	<b>10,07%</b>	<b>9,79%</b>	<b>8,51%</b>	<b>7,33%</b>	<b>7,87%</b>
-------------	---------------	---------------	--------------	--------------	--------------	--------------

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
WACC	11,93%	10,07%	9,79%	8,51%	7,33%	7,87%
UZ = VK + BU + O	528 414	549 487	575 453	603 659	633 248	726 068
A (tis. Kč)	641 622	708 924	770 904	781 145	827 367	918 533
UZ/A	0,82356	0,77510	0,74647	0,77279	0,76538	0,79046
VK (tis. Kč)	528 414	549 487	575 453	603 659	633 248	660 215
VK/A	0,82356	0,77510	0,74647	0,77279	0,76538	0,71877
BU (tis. Kč)	0	0	0	0	0	65 853
O (tis. Kč)	0	0	0	0	0	0
U (tis. Kč)	0	0	181	139	699	1 159
U/(BU + O)	0	0	0	0	0	0,018
(1-d)	0,65	0,69	0,69	0,69	0,69	0,72
<b>re</b>	<b>11,93%</b>	<b>10,07%</b>	<b>9,79%</b>	<b>8,51%</b>	<b>7,33%</b>	<b>8,53%</b>

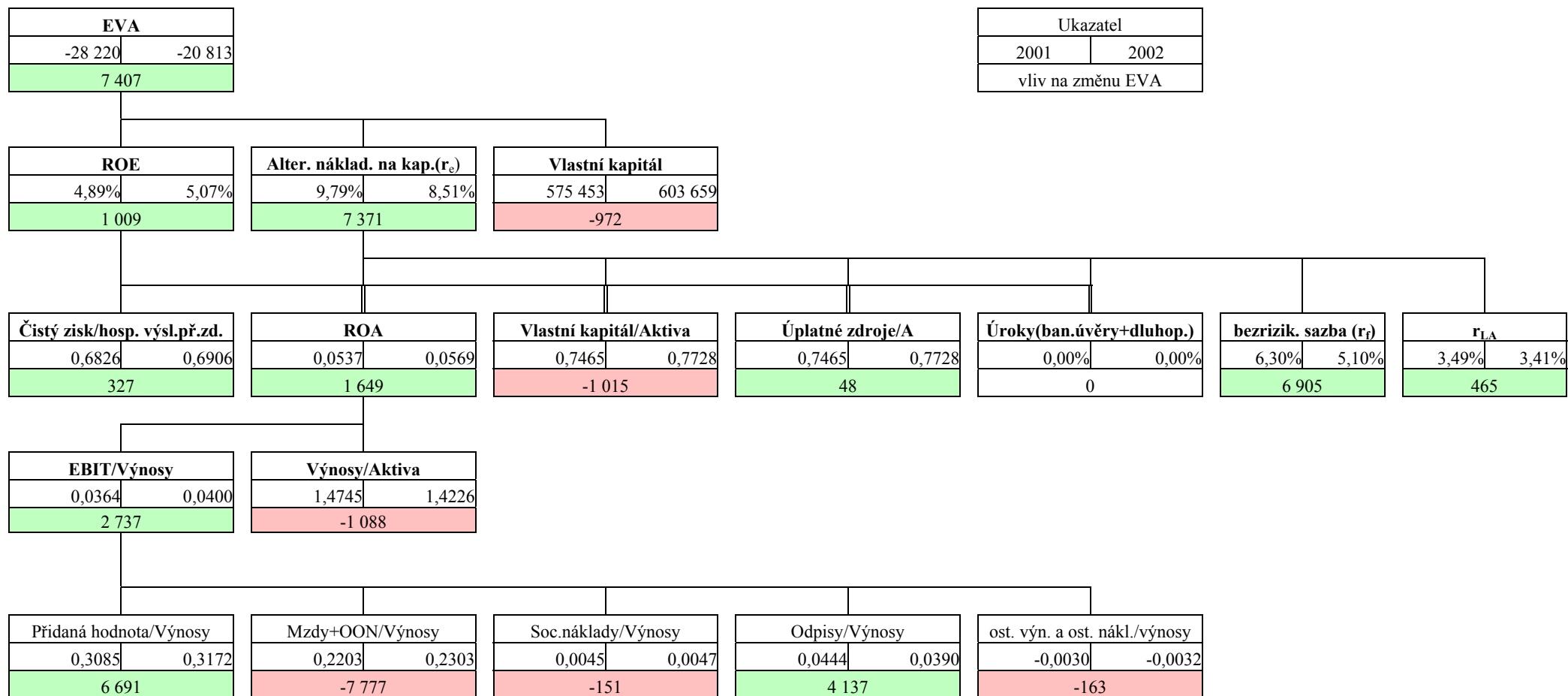
Příloha č. 6: Rozklad EVA 1999/2000

EVA		Ukazatel	
1999	2000	1999	2000
-40 593	-32 037	vliv na změnu EVA	
8 556			
<b>ROE</b>		<b>Alter. náklad. na kap.(r<sub>e</sub>)</b>	
4,25%	4,24%	11,93%	10,07%
-52		9 837	
<b>Vlastní kapitál</b>			
528 414	549 487		
-1 229			
<b>Čistý zisk/hosp. výsl.př.zd.</b>		<b>ROA</b>	
0,6366	0,7926	0,0550	0,0415
5 502		-6 873	
<b>Vlastní kapitál/Aktiva</b>		<b>Úplatné zdroje/A</b>	
0,8236	0,7751	0,8236	0,7751
1 318		0	
<b>Úroky(ban.úvěry+dluhop.)</b>		<b>bezrizik. sazba (r<sub>f</sub>)</b>	
0,00%	0,00%	8,30%	6,50%
0		9 511	
<b>r<sub>LA</sub></b>			
3,63%	3,57%		
326			
<b>EBIT/Výnosy</b>		<b>Výnosy/Aktiva</b>	
0,0340	0,0282	1,6149	1,4717
-4 821		-2 052	
<b>Přidaná hodnota/Výnosy</b>		<b>Mzdy+OON/Výnosy</b>	
0,3325	0,3481	0,2288	0,2300
12 817		-978	
<b>Soc.náklady/Výnosy</b>		<b>Odpisy/Výnosy</b>	
0,0047	0,0045	0,0485	0,0594
152		-8 971	
<b>ost. výt. a ost. nákl./výnosy</b>			
-0,0164	-0,0259		
-7 840			

Příloha č. 7: Rozklad EVA 2000/2001

EVA		Ukazatel	
2000	2001	2000	2001
vliv na změnu EVA			
-32 037	-28 220		
3 817			
<b>ROE</b>			
4,24%	4,89%		
3 578			
<b>Alter. náklad. na kap.(r<sub>e</sub>)</b>		<b>Vlastní kapitál</b>	
10,07%	9,79%	549 487	575 453
1 513		-1 273	
<b>Čistý zisk/hosp. výsl.př.zd.</b>			
0,7926	0,6826		
-3 285			
<b>ROA</b>		<b>Vlastní kapitál/Aktiva</b>	
0,0415	0,0537	0,7751	0,7465
6 026		1 013	
<b>EBIT/Výnosy</b>		<b>Úplatiné zdroje/A</b>	
0,0282	0,0364	0,7751	0,7465
5 975		-176	
<b>Výnosy/Aktiva</b>		<b>Úroky(ban.úvěry+dluhop.)</b>	
1,4717	1,4745	0,00%	0,00%
51		0	
<b>Přidaná hodnota/Výnosy</b>		<b>bezrizik. sazba (r<sub>f</sub>)</b>	
0,3481	0,3085	6,50%	6,30%
-28 588		1 099	
<b>Mzdy+OON/Výnosy</b>		<b>r<sub>LA</sub></b>	
0,2300	0,2203	3,57%	3,49%
7 022		414	
<b>Soc.náklady/Výnosy</b>		<b>Odpisy/Výnosy</b>	
0,0045	0,0045	0,0594	0,0444
50		10 895	
<b>ost. v. a ost. nákl./výnosy</b>			
-0,0259	-0,0030		
16 596			

Příloha č. 8: Rozklad EVA 2001/2002





Příloha č. 9: Rozklad EVA 2002/2003

EVA		Ukazatel	
2002	2003	2002	2003
vliv na změnu EVA			
-20 813	-14 528		
6 285			
<b>ROE</b>			
5,07%	5,04%		
-182			
<b>Alter. náklad. na kap.(r<sub>e</sub>)</b>			
8,51%	7,33%		
7 146			
<b>Vlastní kapitál</b>			
603 659	633 248		
-679			
<b>Čistý zisk/hosp. výsl.př.zd.</b>			
0,6906	0,8361		
4 744			
<b>ROA</b>			
0,0569	0,0469		
-4 757			
<b>Vlastní kapitál/Aktiva</b>			
0,7728	0,7654		
218			
<b>Úplatné zdroje/A</b>			
0,7728	0,7654		
-387			
<b>Úroky(ban.úvěry+dluhop.)</b>			
0,00%	0,00%		
0			
<b>bezrizik. sazba (r<sub>f</sub>)</b>			
5,10%	4,00%		
6 640			
<b>r<sub>LA</sub></b>			
3,41%	3,33%		
506			
<b>EBIT/Výnosy</b>			
0,0400	0,0306		
-6 416			
<b>Výnosy/Aktiva</b>			
1,4226	1,5359		
1 659			
<b>Přidaná hodnota/Výnosy</b>			
0,3172	0,2712		
-31 373			
<b>Mzdy+OON/Výnosy</b>			
0,2303	0,2046		
17 541			
<b>Soc.náklady/Výnosy</b>			
0,0047	0,0076		
-1 991			
<b>Odpisy/Výnosy</b>			
0,0390	0,0365		
1 684			
<b>ost. v. a ost. nákl./výnosy</b>			
-0,0032	0,0081		
7 722			

Příloha č. 10: Rozklad EVA 2003/2004

EVA		Ukazatel	
2003	2004	2003	2004
-14 528	-4 021	vliv na změnu EVA	
10 506			
<b>ROE</b>		<b>Alter. náklad. na kap.(r<sub>e</sub>)</b>	
5,04%	7,92%	7,33%	8,53%
18 288		-7 617	
<b>Vlastní kapitál</b>		<b>Vlastní kapitál/Aktiva</b>	
633 248	660 215	0,7654	0,7188
-164		3 126	
<b>Čistý zisk/hosp. výsl.př.zd.</b>		<b>ROA</b>	
0,8361	0,8192	0,0469	0,0708
-660		16 237	
<b>EBIT/Výnosy</b>		<b>Výnosy/Aktiva</b>	
0,0306	0,0491	1,5359	1,4428
19 347		-3 111	
<b>Přidaná hodnota/Výnosy</b>		<b>Mzdy+OON/Výnosy</b>	
0,2712	0,2893	0,2046	0,2068
18 939		-2 291	
<b>Soc.náklady/Výnosy</b>		<b>Odpisy/Výnosy</b>	
0,0076	0,0072	0,0365	0,0384
429		-1 970	
<b>Úplatné zdroje/A</b>		<b>Úroky(ban.úvěry+dluhop.)</b>	
0,7654	0,7905	0,00%	1,76%
-415		0	
<b>bezzrik. sazba (r<sub>f</sub>)</b>		<b>r<sub>LA</sub></b>	
4,00%	4,80%	3,33%	3,07%
-11 204		3 587	
<b>ost. výt. a ost. nákl./výnosy</b>			
0,0081	0,0122		
4 240			

Příloha č. 11: Rozklad EVA 2002/2003 – Zpracovatelský průmysl

EVA		2002		2003											
-29 979	-25 016														
4 963															
ROE		alter. náklad. na kap. ( $r_e$ )		Vlastní kapitál											
8,63%	8,48%	14,00%	12,71%	555 965	592 106										
-857		7 449		-1 629											
Čistý zisk/hosp. výsl.př.zd.		ROA		Vlastní kapitál/Aktiva		Úplatné zdroje/Aktiva		Úroky(ban.úvěry+dluhop.)		bezriziková sazba ( $r_f$ )		Likvidita celková		Ostatní vlivy na $r_e$	
0,6147	0,6120	0,0770	0,0763	0,4336	0,4649	0,5919	0,6328	10,22%	7,13%	5,10%	4,00%	1,24	1,37		
-212		-520		-2 869		-1 026		3 939		8 718		-1 528		99	
EBIT/Výnosy		Výnosy/Aktiva													
0,0568	0,0549	1,3600	1,3900												
-2 018		1 498													
Přidaná hodnota/Výnosy		Osobní náklady/Výnosy		Odpisy/Výnosy		Ost. vñn. a ost. nák./Výnosy									
0,2021	0,2144	0,1121	0,1122	0,0444	0,0449	0,0120	-0,0024								
13 253		-171		-500		-14 601									

Příloha č. 12: Rozklad EVA 2003/2004 – Zpracovatelský průmysl

EVA		Ukazatel	
2003	2004	2003	2004
-20 497	3 531	vliv na změnu EVA	
24 028			
ROE		alter. náklad. na kap. ( $r_e$ )	
8,84%	12,52%	12,15%	12,01%
22 808		863	
		Vlastní kapitál	
		619 508	689 102
		357	
Čistý zisk/hosp. výsl.př.zd.		ROA	
0,6190	0,6923	0,0783	0,0986
7 326		17 321	
		Vlastní kapitál/Aktiva	
		0,4641	0,4899
		-2 985	
		Úplné zdroje/Aktiva	
		0,6314	0,6215
		4 491	
		Úroky(ban.úvěry+dluhop.)	
		7,17%	7,59%
		-536	
		bezriziková sazba ( $r_f$ )	
		4,12%	4,80%
		-5 534	
		Likvidita celková	
		1,39	1,48
		3 224	
		Ostatní vlivy na $r_e$	
		364	
EBIT/Výnosy		Výnosy/Aktiva	
0,0560	0,0645	1,1400	1,5300
10 588		6 733	
Přidaná hodnota/Výnosy		Osobní náklady/Výnosy	
0,2149	0,2094	0,0112	0,1020
-6 877		11 555	
		Odpisy/Výnosy	
		0,0440	0,0401
		4 875	
		Ost. vñn. a ost. nák./Výnosy	
		-0,0037	-0,0029
		1 035	

Příloha č. 13: Rozklad EVA 2002/2003 – Výroba a opravy strojů

EVA		2002		2003	
-4 033	-3 964				
499					

Ukazatel		2002		2003	

ROE		alter. náklad. na kap. ( $r_e$ )		Vlastní kapitál	
0,40%	2,55%	16,20%	17,39%	25 526	26 828
561		-312		-199	

Čistý zisk/hosp. výsl.př.zd.		ROA		Vlastní kapitál/Aktiva		Úplné zdroje/Aktiva		Úroky(ban.úvěry+dluhop.)		bezriziková sazba ( $r_f$ )		Likvidita celková		Ostatní vlivy na $r_e$	
0,1394	0,4394	0,0341	0,0443	0,4689	0,4921	0,6826	0,7189	9,61%	6,97%	5,10%	4,00%	1,43	1,19		
349		154		67		-108		88		421		-472		-250	

EBIT/Výnosy		Výnosy/Aktiva	
0,0291	0,0396	1,1700	1,1200
181		-27	

Přidaná hodnota/Výnosy		Osobní náklady/Výnosy		Odpisy/Výnosy		Ost. vñn. a ost. nák./Výnosy	
0,2489	0,2655	0,1872	0,1852	0,0474	0,0491	0,0148	0,0086
287		33		-30		-108	

Příloha č. 14: Rozklad EVA 2003/2004 – Výroba a opravy strojů

EVA		Ukazatel	
2003	2004	2003	2004
-5 506	-2 827	vkliv na změnu EVA	
2 679			
ROE		alter. náklad. na kap. ( $r_e$ )	
1,69%	8,43%	14,90%	14,33%
2 987		253	
Vlastní kapitál		Vlastní kapitál/Aktiva	
41 670	47 911	0,4139	0,4404
-561		9	
Čistý zisk/hosp. výsl.př.zd.		Úplatné zdroje/Aktiva	
0,2952	0,6665	0,5803	0,5990
1 513		10	
ROA		Úroky(ban.úvěry+dluhop.)	
0,0364	0,0662	7,64%	6,62%
1 480		82	
EBIT/Výnosy		bezriziková sazba ( $r_f$ )	
0,0285	0,4850	4,12%	4,80%
1 315		-416	
Výnosy/Aktiva		Likvidita celková	
1,2800	1,3600	1,43	1,54
		296	
Přidaná hodnota/Výnosy		Ostatní vlivy na $r_e$	
0,2702	0,2665		266
-239			
Osobní náklady/Výnosy		Odpisy/Výnosy	
0,1983	0,1756	0,0381	0,0323
1 489		380	
Ost. vñn. a ost. nák./Výnosy		Ost. vñn. a ost. nák./Výnosy	
		-0,0052	-0,0100
		-315	