

# Využití moderních měřítek výkonnosti ve společnosti XYZ

Bc. Helena Navrátilová

---

Diplomová práce  
2010



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně  
Fakulta managementu a ekonomiky

---

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně  
Fakulta managementu a ekonomiky  
Ústav financí a účetnictví  
akademický rok: 2009/2010

## ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Helena NAVRÁTILOVÁ**  
Osobní číslo: **M081125**  
Studijní program: **N 6202 Hospodářská politika a správa**  
Studijní obor: **Finance**

Téma práce: **Využití moderních měřítek výkonnosti ve společnosti XYZ**

Zásady pro vypracování:

### Úvod

#### I. Teoretická část

- Zpracujte literární rešerši týkající se problematiky měření výkonnosti podniku XYZ se zaměřením na Balanced Scorecard a ekonomickou přidanou hodnotu.

#### II. Praktická část

- Charakterizujte vnější a vnitřní podmínky pro hospodaření společnosti.
- Analyzujte výkonnost podniku pomocí tradičních a moderních metod.
- Na základě provedených analýz vypracujte projektové řešení využití metody Balanced Scorecard provázané s ekonomickou přidanou hodnotou.

### Závěr

Rozsah diplomové práce: **cca 70 stran**  
Rozsah příloh:  
Forma zpracování diplomové práce: **tištěná/elektronická**

Seznam odborné literatury:

- [1] HORVÁTH & PARTNERS. *Balanced Scorecard v praxi*. Praha: Profess Consulting, 2001. 386 s. ISBN 80-7259-018-9.  
[2] KAPLAN, R. S., NORTON, D. P. *Balanced scorecard: Strategický systém měření výkonnosti podniku*. 2. vyd. Praha: Management Press, 2001. 267 s. ISBN 80-7261-037-6.  
[3] MARINIČ, P. *Plánování a tvorba hodnoty firmy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2008. 240 s. ISBN 978-80247-2432-4.  
[4] MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2001. 70 s. ISBN 80-86119-36-X.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Daniel Remeš, Ph.D.**  
Ústav financí a účetnictví  
Datum zadání diplomové práce: **29. března 2010**  
Termín odevzdání diplomové práce: **3. května 2010**

Ve Zlíně dne 29. března 2010

doc. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková  
*děkanka*



doc. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková  
*ředitel ústavu*

## PROHLÁŠENÍ AUTORA BAKALÁŘSKÉ/DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že

- odevzdáním diplomové/bakalářské práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby<sup>1)</sup>;
- budu na vědomí, že diplomová/bakalářská práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému dostupná k nahlédnutí;
- na moji diplomovou/bakalářskou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o práva autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3<sup>2)</sup>;
- podle § 60<sup>3)</sup> odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- podle § 60<sup>3)</sup> odst. 2 a 3 mohu užit své dílo – diplomovou/bakalářskou práci - nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen s předchozím písemným souhlasem Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše);
- pokud bylo k vypracování diplomové/bakalářské práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tj. k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové/bakalářské práce využít ke komerčním účelům.

Ve Zlíně .....  
.....

.....  
.....

<sup>1)</sup> Zákon č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, § 47l Zveřejnění závěrečných prací.

(1) Vysoká škola nezávisle zveřejňuje disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce, u kterých proběhla obhajoba, včetně pozadků opomnětí a výřezů obhajoby prostřednictvím databáze kvalifikačních prací, kterou spravuje. Způsob zveřejnění stanoví vnitřní předpis vysoké školy.

(2) Disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce odvolání uchazečem k obhajobě musí být již seznámy při pracovním dluhu před konáním obhajoby zveřejněny k nahlédnutí veřejnosti v místě výkonu vnitřních předpisů vysoké školy nebo není-li tak určeno, v místě pracovního vysoké školy, kde se má konat obhajoba práce. Každý si může ze zveřejněné práce požádat na své náklady výpisy, opisy nebo rozmnožování.

(3) Platí, že odvolávací práce autor souhlasí se zveřejněním své práce podle tohoto zákona, bez ohledu na výsledek obhajoby.

2) zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 35 odst. 3;

(3) Do práva autorského také nezasahuje škola nebo školské či vzdělávací zařízení, užívá-li nikoli za účelem přímého nebo nepřímého hospodářského nebo obchodního prospěchu k výuce nebo k vlastní potřebě dílo vytvořené fakem nebo studentem ke splnění školních nebo studijních povinností vyplývajících z jeho právního vztahu ke škole nebo školskému či vzdělávacímu zařízení (školní dílo).

3) zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

(1) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení mají za obvyklých podmínek právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla (§ 35 odst.

3). Odpírá-li autor takového díla udělit svolení bez vážného důvodu, mohou se tyto osoby domáhat náhrady chybějícího projevu jeho vůle u soudu. Ustanovení § 35 odst. 3 zůstává nedotčeno.

(2) Nemá-li sjednáno jinak, může autor školního díla své dílo užívat či poskytnout jinému licenci, není-li to v rozporu s oprávněným zájmem školy nebo školského či vzdělávacího zařízení.

(3) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení jsou oprávněny požadovat, aby jim autor školního díla z výdělku jin dosaženého v souvislosti s užitím díla či poskytnutím licence podle odstavce 2 přiměřeně přispěl na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložil, a to podle okolností až do jejich skutečné výše; přitom se přihlídí k výši výdělku dosaženého školou nebo školským či vzdělávacím zařízením z užití školního díla podle odstavce 1.

## **ABSTRAKT**

Tématem této diplomové práce je využití moderních měřítek výkonnosti ve společnosti XYZ. V teoretické části jsou charakterizovány klasické a moderní ukazatele využitelné k měření výkonnosti podniku. V praktické části je představen analyzovaný podnik, jehož výkonnost je zhodnocena pomocí finanční analýzy a dále dle vybraných moderních ukazatelů výkonnosti. Poslední část práce se na základě předchozích poznatků zaměřuje na návrh projektu propojení konceptu Balanced Scorecard s Ekonomickou přidanou hodnotou.

Klíčová slova:

Výkonnost podniku, finanční analýza, moderní ukazatele, Ekonomická přidaná hodnota, EVA, Balanced Scorecard

## **ABSTRACT**

The theme of this thesis is the utilization of advanced performance benchmarks in company XYZ. The theoretical part introduces the classical and modern indicators useful to measure the performance of businesses. In practical part a business to be analyzed is introduced, whose performance is evaluated by means of financial analysis and further according the selected innovative indicators of effectiveness. The last part of the work is building on previous knowledge and is focused on a proposal of the project dealing with interconnection of the concept of Balanced Scorecard with Economic Value Added.

Keywords:

Corporate performance, financial analysis, modern indicators, Economic Value Added, EVA, Balanced Scorecard

Ráda bych na tomto místě poděkovala Ing. Danielu Remešovi za odborné vedení, ochotu, cenné rady a připomínky, které mi při zpracování této práce velmi pomohly. Děkuji také panu Jiřímu Salačovi za vstřícný postoj, poskytnutí potřebných informací a věnovaný čas.

Prohlašuji, že odevzdaná verze diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

# OBSAH

<b>ÚVOD</b> .....	<b>11</b>
<b>I TEORETICKÁ ČÁST</b> .....	<b>12</b>
<b>1 VÝKONNOST A HODNOTA PODNIKU</b> .....	<b>13</b>
1.1 HODNOTOVĚ ORIENTOVANÉ ŘÍZENÍ.....	13
1.1.1 Shareholder a Stakeholder Value.....	14
<b>2 PŘÍSTUPY MĚŘENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU</b> .....	<b>15</b>
2.1 TRADIČNÍ UKAZATELE VÝKONNOSTI.....	15
2.1.1 Ukazatele absolutní hodnoty zisku.....	15
2.1.2 Ukazatele hotovostních toků .....	16
2.1.3 Ukazatele rentability.....	16
2.1.4 Ukazatele finanční analýzy .....	16
2.1.5 Kritika tradičních ukazatelů.....	17
2.2 MODERNÍ MĚŘÍTKA VÝKONNOSTI .....	17
2.2.1 Diskontované cash flow – DCF.....	19
2.2.2 Ekonomická přidaná hodnota – EVA .....	20
2.2.3 Tržní přidaná hodnota – MVA .....	21
2.2.4 Excess Return.....	21
2.2.5 Přidaná hodnota pro akcionáře – SVA .....	22
2.2.6 Cash Flow Return on Investment – CFROI .....	22
2.2.7 Cash Return on Gross Assets – CROGA.....	23
2.2.8 Balanced Scorecard - BSC.....	24
<b>3 VYBRANÉ MODERNÍ UKAZATELE VYUŽITELNÉ PRO MĚŘENÍ A ŘÍZENÍ PODNIKU</b> .....	<b>25</b>
3.1 EKONOMICKÁ PŘIDANÁ HODNOTA - EVA .....	25
3.1.1 Konstrukce ukazatele.....	25
3.1.1.1 Vymezení čistých operativních aktiv (NOA).....	27
3.1.1.2 Vymezení čistého operativního zisku (NOPAT) .....	30
3.1.1.3 Výpočet nákladů na kapitál (WACC) .....	31
3.1.2 Dekompozice EVA .....	34
3.1.3 Zhodnocení ukazatele.....	35
3.2 BALANCED SCORECARD.....	36
3.2.1 Perspektivy BSC.....	37
3.2.1.1 Finanční perspektiva.....	38
3.2.1.2 Zákaznická perspektiva .....	39
3.2.1.3 Perspektiva interních podnikových procesů .....	39
3.2.1.4 Perspektiva učení se a růstu .....	40
3.2.2 Strategické cíle, strategie podniku.....	40
3.2.3 Měřítko.....	40
3.2.4 Propojení konceptu BSC s EVA.....	41
3.2.5 Omezení a přínosy metody BSC .....	41
<b>II PRAKTICKÁ ČÁST</b> .....	<b>43</b>
<b>4 CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI XYZ</b> .....	<b>44</b>



4.1	VNITŘNÍ ANALÝZA .....	44
4.1.1	Profil firmy.....	44
4.1.2	Historie společnosti.....	44
4.1.3	Organizační struktura.....	45
4.1.4	Personální politika.....	46
4.1.5	SWOT analýza.....	46
4.2	VNĚJŠÍ ANALÝZA .....	47
4.2.1	Charakteristika odvětví .....	47
4.2.2	Porterův model pěti sil .....	49
<b>5</b>	<b>FINANČNÍ ANALÝZA SPOLEČNOSTI XYZ .....</b>	<b>51</b>
5.1	ANALÝZA ABSOLUTNÍCH UKAZATELŮ .....	51
5.1.1	Majetková a finanční struktura .....	51
5.1.2	Analýza výnosů a nákladů .....	53
5.1.3	Analýza cash flow .....	56
5.2	ANALÝZA ROZDÍLOVÝCH UKAZATELŮ.....	57
5.3	ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ .....	58
5.3.1	Analýza rentability .....	58
5.3.2	Analýza zadluženosti.....	59
5.3.3	Analýza likvidity .....	61
5.3.4	Analýza aktivity .....	62
5.4	SOUHRNNÉ UKAZATELE.....	63
5.4.1	Altmanův model.....	63
5.4.2	Index IN01 .....	64
5.5	SPIDER ANALÝZA .....	65
5.6	ZÁVĚR FINANČNÍ ANALÝZY .....	66
<b>6</b>	<b>VÝBĚR MODERNÍCH UKAZATELŮ K HODNOCENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU .....</b>	<b>67</b>
6.1	EKONOMICKÁ PŘIDANÁ HODNOTA .....	67
6.1.1	Vymezení C (NOA) .....	67
6.1.2	Vymezení NOPAT .....	71
6.1.3	Výpočet WACC.....	72
6.1.3.1	Stanovení nákladů na cizí kapitál.....	73
6.1.3.2	Stanovení nákladů na vlastní kapitál .....	75
6.1.4	Výpočet EVA .....	76
6.2	VÝPOČET UKAZATELE CROGA .....	78
<b>7</b>	<b>PROJEKT PROPOJENÍ KONCEPTŮ EVA A BSC .....</b>	<b>80</b>
7.1	STANOVENÍ VIZE PODNIKU.....	80
7.2	IDENTIFIKACE FAKTORŮ MAJÍCÍCH VLIV NA EKONOMICKOU PŘIDANOU HODNOTU.....	81
7.3	VYMEZENÍ STRATEGICKÝCH TÉMAT .....	83
7.4	BALANCED SCORECARD.....	85
7.4.1	Determinace strategických cílů .....	85

7.4.2	Přiřazení měřítek ke strategickým cílům .....	89
7.5	HODNOCENÍ STRATEGICKÝCH AKCÍ.....	90
7.5.1	Finanční perspektiva.....	91
7.5.2	Zákaznická perspektiva .....	93
7.5.3	Perspektiva interních procesů .....	94
7.5.4	Perspektiva učení se a růstu.....	95
<b>8</b>	<b>ZHODNOCENÍ PROJEKTU .....</b>	<b>97</b>
8.1	PŘÍNOSY .....	97
8.2	NÁKLADY .....	98
8.3	RIZIKA .....	99
	<b>ZÁVĚR .....</b>	<b>100</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY .....</b>	<b>102</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....</b>	<b>105</b>
	<b>SEZNAM OBRÁZKŮ .....</b>	<b>108</b>
	<b>SEZNAM TABULEK .....</b>	<b>109</b>
	<b>SEZNAM PŘÍLOH .....</b>	<b>111</b>

## ÚVOD

Chtějí-li mít podniky do budoucna zajištěnu úspěšnost, musejí v současné době nalézat nové a vhodnější způsoby, jak efektivně řídit a měřit jejich výkonnost. Důvodem je jednak tržní prostředí procházející neustálými změnami, jmenovat lze ale také sílící konkurenci, již musejí podniky odolávat. Ač se na první pohled nemusí zdát, vybrat vhodný koncept měření výkonnosti podniku není jednoduché. Často se v odborné literatuře i praxi setkáváme s názory, že klasické ukazatele měření výkonnosti již nejsou postačující a je potřeba se zaměřit na využití nových, modernějších konceptů, zpravidla zaměřených na tvorbu hodnoty podniku.

Cílem mojí diplomové práce je zanalyzovat finanční situaci zvoleného podniku XYZ jak pomocí klasických, tak i vybraných moderních ukazatelů výkonnosti. Následně pak s využitím získaných poznatků a na základě předchozích analýz vytvořit návrh konkrétního využití moderních měřitek a to v podobě propojení konceptu Balanced Scorecard s Ekonomickou přidanou hodnotou.

Tato práce je rozdělena na dvě části. V první teoretické části objasním problematiku výkonnosti podniku a zmíním také stále více prosazující se hodnotově orientovaní řízení se zaměřením na tvorbu hodnoty pro vlastníky. Následně se budu věnovat možným přístupům, jak výkonnost podniku měřit. S využitím odborné literatury a internetových zdrojů provedu deskripci klasických a moderních měřitek, přičemž z moderních měřitek bude největší pozornost věnována komplexnímu konceptu Balanced Scorecard a Ekonomické přidané hodnotě. Důvodem je využití těchto měřitek v závěrečné části práce.

Ve druhé, tedy praktické části, představím čtenáři analyzovaný podnik a charakterizují vnitřní a vnější podmínky pro hospodaření. Následně posoudím finanční zdraví podniku s využitím finanční analýzy. Zhodnotím dosažené výsledky jednotlivých ukazatelů a současně je také porovnam s odvětvím. K vyhodnocení výkonnosti aplikuji dále také vybrané moderní ukazatele k měření výkonnosti. V závěrečné části práce, projektové, navrhu na základě získaných poznatků propojení konceptů Balanced Scorecard s Ekonomickou přidanou hodnotou.

## **I. TEORETICKÁ ČÁST**

## 1 VÝKONNOST A HODNOTA PODNIKU

Na výkonnost podniku můžeme pohlížet z mnoha různých úhlů pohledů. Tento pojem bude mít pro majitele společnosti zcela jistě obsahově jiný význam než například pro zaměstnance či manažera podniku. Zatímco majitel akcií určitého podniku bude poměřovat výkonnost podniku na základě vývoje ceny jeho akcií na trhu a předmětem jeho zájmu bude vývoj zhodnocení nebo znehodnocení podniknuté investice, úsilí manažera firmy bude směřovat ke vzniku nároku na podíl na hospodaření společnosti v podobě různých odměn, podílů na zisku apod. [21]

Pokud máme podnikatelskou výkonnost definovat v obecnější podobě, mohli bychom ji charakterizovat například jako výsledek organizované činnosti konkrétních lidí, kteří spojili své síly a prostředky k dosažení jasně definovaných cílů a to se záměrem získání určitých výhod, jichž nelze bez odpovídající úrovně podnikatelské výkonnosti dosáhnout. Požadavek podnikatelské výkonnosti tak není pouze požadavkem ekonomickým, ale jedná se také o požadavek celospolečenský a lidé, kteří o úrovni podnikatelské výkonnosti firmy rozhodují, nesou za jeho splnění osobní odpovědnost. [14]

### 1.1 Hodnotově orientované řízení

Předmětem zájmu investorů byly vždy výnosy z cenných papírů, ovšem před 20ti lety došlo v USA k zásadním změnám, které se v pozdějších letech rozšířily také do zemí Evropy, Latinské Ameriky a Asie. Soutok faktorů a okolností vedl představenstva a vedoucí pracovníky podniků, aby přehodnotili své role a úlohu celého podnikání zejména v souvislosti s tvorbou hodnoty. Vzrůstající převaha kultury bohatství akcionářů je z velké části důsledkem těchto velkých změn: globalizace a deregulace kapitálových trhů, pokroky v informačních technologiích, likvidnější trhy s cennými papíry, zlepšení v oblasti regulace kapitálového trhu, generační změny v postojích k úsporám a investicím. [28]

V 80. letech došlo tedy ke vzniku teorie řízení hodnoty (Shareholder Value). Těžištěm této teorie je propojení cílů akcionářů s cíly a rozhodováním managementu podniku tak, aby v konečném důsledku došlo k maximalizaci tvorby hodnoty pro vlastníky. V poslední době se tedy upouští od tradičního pojetí základního cíle podnikání v podobě maximalizace zisku a v oblasti podnikových financí se stále více dostává do popředí zaměření na hodnotově orientované řízení (Value Based Management).

Základním stavebním kamenem hodnotově orientovaného řízení je správné měření výkonnosti podniku z pohledu jeho schopnosti vytvářet hodnotu pro akcionáře. Hodnota podniku se jeví jako výhodné měřítko výkonnosti podniku, neboť jako jediná vyžaduje k měření kompletní informace. Základním cílem podnikání, k jehož naplnění směřují všechny aktivity podniku, se tak stává maximalizace hodnoty pro vlastníky. [4; 11; 12]

Neumaierová, Neumaier (2002) považují za základní kritérium výkonnosti podniku čistou současnou hodnotu. Dosahuje-li firma kladnou čistou současnou hodnotu, pak je dostatečně výkonná. Čistou současnou hodnotu a výkonnost podniku lze dát do vztahu přímé úměry a tedy platí, že čím vyšší kladnou čistou současnou hodnotu je schopen podnik vytvořit, tím je také výkonnější. [11]

### 1.1.1 Shareholder a Stakeholder Value

Podnik je svázán s velkým množstvím zúčastněných subjektů neboli zájmových skupin, tzv. stakeholders. Tyto zájmové skupiny tvoří jednak samotní akcionáři (shareholders), ale také investoři, manažeři, zaměstnanci, obchodní partneři, stát aj. Je zřejmé, že zájmy jednotlivých skupin se musí lišit a tedy i celková hodnota firmy je pro jednotlivé stakeholdery odlišná. Zatímco požadavkem vlastníka může být zhodnocení vložených prostředků, zákazník bude požadovat uspokojení poptávky v podobě kvalitního výrobku či služby. Ve firmě tedy dochází ke střetu jednotlivých zájmů. Společnost bude ovšem úspěšná pouze tehdy, pokud budou spokojeny všechny strany a zájmy tak budou vyváženy. V opačném případě může hrozit zánik společnosti.

Koncepce shareholder value je jediným způsobem, jak zvýšit stakeholder value. Předpokladem pro zvyšování hodnoty pro všechny stakeholdery je maximalizace hodnoty pro vlastníky. Můžeme tedy říci, že těžištěm stakeholder value je shareholder value. Jedině firma, která splňuje nároky vlastníků, může dlouhodobě existovat a přinášet prospěch všem zúčastněným. [11]

## 2 PŘÍSTUPY MĚŘENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU

K měření výkonnosti podniku můžeme využít mnoha různých metod či měřítek od těch nejjednodušších až po matematicky náročnější, od klasických metod až po ty moderní. V souvislosti s neustálými změnami v podnikatelském prostředí se stává výběr toho nejvhodnějšího měřítka obtížným úkolem. Je důležité si uvědomit, že: *„Měřítka výkonnosti je dobrým nástrojem pro řízení výkonnosti pouze v případě, že je možno efektivně zjišťovat jeho aktuální hodnotu, tuto hodnotu analyzovat a použít pro budoucí rozhodování.“* [4]

Mezi odborníky se v ekonomické sféře často hovoří o tzv. válce ukazatelů, kde proti sobě staví tradiční ukazatele a ukazatele moderní. Zatímco klasické ukazatele vycházejí zejména z maximalizace zisku, moderní přístupy se soustřeďují především na zvýšení hodnoty vložených prostředků vlastníky podniku. [12]

Podrobněji se budu zabývat jednotlivým členěním klasických a moderních ukazatelů v následujících kapitolách.

### 2.1 Tradiční ukazatele výkonnosti

Mezi klasické ukazatele finanční výkonnosti patří především ukazatele absolutní hodnoty zisku, hotovostních toků a ukazatele rentability. [12]

Hodnocení výkonnosti tradičními postupy vychází z postupů a metod finanční analýzy. Vzhledem k tomu, že v analytické části budu pomocí finanční analýzy společnost hodnotit, nebudu se zabývat tradičními ukazateli příliš dopodrobna a pro přehlednost uvádím pouze jejich stručný výčet.

#### 2.1.1 Ukazatele absolutní hodnoty zisku

Ukazatele absolutní hodnoty zisku patří k nejpoužívanějším měřítkům výkonnosti podniku. Zisk se může vyskytovat v různých podobách:

- Čistý zisk – EAT (Earnings After Taxes)
- Zisk před zdaněním – EBT (Earnings Before Taxes)
- Zisk před zdaněním a úroky – EBIT (Earnings Before Interest and Taxes)
- Zisk před úroky, zdaněním a odpisy – EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) [12]

### 2.1.2 Ukazatele hotovostních toků

Typickým představitelem hotovostních toků je cash flow. Cash flow vyjadřuje reálný pohyb peněžních prostředků a zásob (jejich přírůstek a úbytek) za určité období. Cash flow může být kvantifikováno dvěma způsoby: přímo, kdy jsou v daném období sledovány příjmy a výdaje podniku a nebo nepřímo, kdy dochází k transformaci zisku do pohybu peněžních prostředků a jeho následným úpravám v souvislosti se změnami majetku a kapitálu. [16]

Cash flow lze rozčlenit do určitých kategorií, které se liší svým obsahem, případně způsobem výpočtu. Rozlišujeme:

- Celkové cash flow,
- provozní cash flow,
- volné cash flow.

### 2.1.3 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability se řadí vůbec k nejsledovanějším ve finanční analýze, neboť nejlépe vystihují schopnost podniku dosahovat co největších výnosů a naplňovat tak základní cíl podniku. Mohou nalézt své uplatnění při řadě rozhodovacích situací a to zejména při rozhodování, do kterých projektů investovat, zda koupit, podržet či prodat akcie, zda ukončit činnost podniku nebo v ní naopak pokračovat aj. [1]

Mezi nejčastěji používané ukazatele patří:

- Rentabilita celkového kapitálu – ROA (Return on Assets)
- Rentabilita vlastního kapitálu – ROE (Return on Equity)
- Rentabilita tržeb – ROS (Return on Sales)
- Rentabilita investovaného kapitálu – ROI (Return on Investment)
- Zisk na akcii – EPS (Earnings per share)

### 2.1.4 Ukazatele finanční analýzy

Včetně výše zmíněných ukazatelů používáme při finanční analýze samozřejmě i další ukazatele, které můžeme rozčlenit do následujících skupin:

- a) Absolutní ukazatele – horizontální a vertikální analýza,



- b) rozdílové ukazatele – např. čistý pracovní kapitál,
- c) tokové ukazatele – cash flow,
- d) poměrové ukazatele – rentability, aktivity, likvidity, zadluženosti, kapitálového trhu, provozní činnosti aj.,
- e) souhrnné ukazatele – smyslem je vyjádření výkonnosti a finanční situace podniku jedním číslem,
- f) soustavy ukazatelů – pyramidové rozklady, predikční modely.

### 2.1.5 Kritika tradičních ukazatelů

Měření finanční výkonnosti má své místo při hodnocení výkonnosti podniku. Ačkoliv má finanční analýza dostatek ukazatelů, řada z nich se ukázala být jako nepostačující, protože nepředstavují dostatečně účinný nástroj, jak odpovídajícím způsobem identifikovat tvorbu hodnoty. Důvody jsou následující:

- nezohledňují riziko a s tím související výnosové požadavky investorů,
- jsou ovlivněny rozdílnými účetními předpisy a jejich aplikací,
- opomíjí časovou hodnotu peněz.

Další slabinou je také to, že vycházejí z účetních údajů a s tím souvisí i vypovídací schopnost účetních výkazů. Věrné zobrazení skutečnosti je celosvětově uznávaná účetní zásada, které jsou podřízeny všechny ostatní účetní principy. Existují ovšem různé okolnosti, které jsou překážkou ve snaze získat žádoucí věrný obraz. Nejzávažnějším z nich je orientace na historické účetnictví a také vliv inflace. Historické účetnictví nezohledňuje změny tržních cen majetku, ignoruje změny kupní síly peněžní jednotky a tím v konečném důsledku zkresluje výsledek hospodaření běžného roku. Inflace se dotýká v různé míře všech aktiv i pasiv a také ovlivňuje výsledek hospodaření. [10; 12]

## 2.2 Moderní měřítko výkonnosti

V důsledku změn v ekonomickém prostředí dochází v poslední době k posunu v koncepci ukazatelů měření výkonnosti podniku. Tento trend vzniká zejména v oblastech s nejvyspělejším kapitálovým trhem, kde se vrcholovým ukazatelem pro měření výkonnosti stává maximalizace hodnoty pro akcionáře.

Pro měření výkonnost podniků jsou tak využívána tzv. hodnotová kritéria, jenž mohou mít následující společné znaky:

- Zavádí oportunitní náklady, tj. náklady ušlé příležitosti do měření výkonnosti, které vstupují v podobě ceny, resp. vážených nákladů kapitálu (Weighted Average Cost of Capital – WACC),
- pracuje s provozním hospodářským výsledkem (Net Operating Profit After Tax). [7]

Maříková a Mařík (2001) definují požadavky, které by měl moderní ukazatel splňovat. Měl by tedy:

- Vykazovat co nejužší vazbu na hodnotu akcií a zároveň by tato vazba měla být prokazatelná statistickými výpočty,
- umožnit využití co největšího množství informací a údajů poskytnutých účetnictvím včetně ukazatelů, které jsou na účetních údajích postaveny. Tento požadavek směřuje jednak ke snížené pracnosti propočtu a jednak ke zvýšení komunikativnosti s dosavadní praxí,
- překonávat dosavadní námitky proti účetním ukazatelům postihující finanční efektivnosti. Je třeba, aby zahrnoval kalkulaci rizika,
- umožnit hodnocení výkonnosti a zároveň i ocenění podniků. [10]

Tato kritéria by měla být doplněna ještě dvěma dalšími významnými hledisky. Jednak by měl ukazatel umožňovat jasnou a přehlednou identifikaci jeho vazby na všechny úrovně řízení a také by měl podporovat řízení hodnoty. [12]

V praxi se v souvislosti s hodnocením výkonnosti podniku můžeme setkat s těmito moderními měřítky, jež budou okrajově přiblíženy v následujících podkapitolách.

- Diskontované cash flow – DCF (Discounted Cash Flow)
- Ekonomická přidaná hodnota – EVA (Economic Value Added)
- Tržní přidaná hodnota – MVA (Market Value Added)
- Excess Return
- Přidaná hodnota pro akcionáře – SVA (Shareholder Value Added)

- Cash flow návratnost investovaného kapitálu – CFROI (Cash Flow Return on Investment)
- Cash flow rentabilita hrubých aktiv – CROGA (Cash Flow Return on Gross Assets)
- Balanced Scorecard – BSC

Vzhledem k tomu, že koncepty Ekonomická přidaná hodnota a Balanced Scorecard jsou stěžejními tématy analytické části, v přehledu bude jejich podstata pouze nastíněna a podrobnější charakteristiku jim věnuji v samostatných kapitolách.

### 2.2.1 Diskontované cash flow – DCF

Výhodným měřítkem výkonnosti podniků může být cash flow diskontované pomocí nákladů na kapitál. Ve srovnání s volným cash flow bere DCF v úvahu čas i riziko, při kterém jsou produkovány peněžní toky a protože zahrnuje právě tyto dva faktory, jež jsou při investování nejvíce zohledňovány, stává se tak předmětem zájmu investorů při hodnocení obchodních příležitostí souvisejících s rozhodováním o návratnosti investice do projektů. Výhodnost lze určit pomocí čisté současné hodnoty nebo vnitřního výnosového procenta.

**Čistou současnou hodnotu** získáme ze vztahu:

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

kde:

- |        |   |
|--------|---|
| $CF_t$ | peněžní toky z realizace investičního projektu v jednotlivých letech životnosti investice |
| $K$    | kapitálový výdaj spojený s investicí  |
| $n$    | doba životnosti investice   |
| $i$    | diskontní míra odrážející požadovanou výnosnost investice                                 |

V případě, že je výsledná hodnota NPV kladná, projekt zaručuje požadovanou míru výnosu, zvyšuje tržní hodnotu podniku a tudíž může firma tento projekt přijmout. V opačném případě, tedy při záporné čisté současné hodnotě, není přijetí projektu výhodné, neboť jeho přijetím by došlo ke snížení hodnoty podniku.

Diskontní míru při nulové čisté současné hodnotě představuje **vnitřní výnosové procento**, resp. vnitřní míra výnosnosti (IRR). Stanovení vnitřního výnosového procenta je poněkud obtížnější než určení čisté současné hodnoty a postup výpočtu probíhá v následujících krocích:

1. Nejdříve se vypočítá čistá současná hodnota při zvolené sazbě.
2. Je-li NPV kladná, zvolí se vyšší diskontní sazba a opět se vypočítá NPV.
3. Pokud dosáhne NPV záporné hodnoty, je možno použít pro výpočet IRR níže uvedený vztah.

$$IRR = i_N + \frac{NPV_N}{NPV_N + NPV_V} (i_V - i_N) \quad (2)$$

kde:

$i_N$             diskontní sazba při  $NPV > 0$

$i_V$             diskontní sazba při  $NPV < 0$

Vnitřní výnosové procento představuje výnos z investice. Uplatnění IRR jako kritéria pro rozhodování o přijetí či zamítnutí projektu je jednoduché. Podnik by měl projekt přijmout, dosáhne-li jeho vnitřní výnosové procento vyšší hodnoty než je požadovaná minimální výnosnost z investice (diskontní sazba). Čím je vnitřní výnosové procento vyšší, tím je daný projekt ekonomicky výhodnější. [3; 12]

### 2.2.2 Ekonomická přidaná hodnota – EVA

Ekonomická přidaná hodnota ve své podstatě vyjadřuje ekonomický zisk vytvořený podnikem po úhradě všech nákladů, včetně nákladů na kapitál. Základní myšlenkou tedy je, že vlastníkům přinese investice hodnotu pouze tehdy, přesáhne-li její výnosnost kapitálovou nákladovost. Ukazatel EVA měří, zda společnost svojí činností dokázala zvýšit, či snížit hodnotu pro své vlastníky.

Výhoda konceptu spočívá v tom, že nabízí manažerům možnost jednat jako vlastníci podniku a napomáhá ke zlepšení operativního, finančního či investičního rozhodování. Tento ukazatel lze považovat za systém řízení podniku, přičemž koncept řízení na základě ekonomické hodnoty můžeme chápat jako koncept řízení hodnoty. [12]

### 2.2.3 Tržní přidaná hodnota – MVA

Ukazatel tržní přidané hodnoty lze uplatnit pouze u společností, které jsou kotované na veřejném akciovém trhu. MVA představuje rozdíl tržní hodnoty podniku a velikosti celkového investovaného kapitálu. Zjednodušeně řečeno vyjadřuje bohatství akcionářů. Platí:

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

Tržní přidaná hodnota úzce souvisí s ekonomickou přidanou hodnotou. Čistá současná hodnota každého projektu je rovna současné hodnotě budoucích EVA, které tento projekt vytvoří. Ukazatel MVA se pak rovná čisté současné hodnotě všech projektů, jež byly realizovány. Lze tedy říci, že MVA je ekvivalentní současné hodnotě všech budoucích očekávaných ekonomických přidaných hodnot.

Důležitým poznatkem v souvislosti s tržní předanou hodnotou je její vztah k cílům podniku. Snahou každého podniku by měla být maximalizace tržní přidané hodnoty, nikoliv maximalizace pouhé hodnoty firmy, kterou lze navýšit pouhým vkladem dodatečného majetku. Čím je hodnota MVA vyšší, tím lépe.

Negativní tržní přidaná hodnota svědčí o snížené hodnotě podniku. Investiční záměry a aktivity managementu jsou v tomto případě hodnoceny kapitálovým trhem níže, než jaká je jejich účetně vykazovaná hodnota. [3; 26]

K nevýhodám ukazatele, které bychom mohli zmínit, patří například ta skutečnost, že MVA neukazuje, zda výsledná hodnota odpovídá očekávání investorů. Tržní přidaná hodnota také nebere v úvahu hotovostní výplaty pro akcionáře, což je faktor, který má podstatný vliv na tržní ohodnocení cenných papírů. Další nevýhoda se může dotýkat měřitelnosti. Nelze totiž jednoznačně určit, co je výsledkem práce manažerů a co okolností, které management nemůže ovlivnit. [12]

### 2.2.4 Excess Return

Tento ukazatel vychází rovněž z tržní hodnoty. V porovnání s MVA jde však v hodnocení výkonnosti o něco dál, neboť v sobě zahrnuje požadavky investora na zhodnocení jeho kapitálu.

Hodnotu Excess Return získáme odečtením očekávané hodnoty bohatství v určitém období od skutečné hodnoty bohatství v daném období. Skutečnou hodnotou bohatství rozumíme

budoucí hodnotu přínosů pro vlastníky (vyplacené dividendy, odkoupené akcie), hodnota investovaného kapitálu na konci období dosaženého při investorem požadované výnosnosti pak představuje očekávanou hodnotu bohatství. [12]

### 2.2.5 Přidaná hodnota pro akcionáře – SVA

Shareholder Value představuje rozdíl mezi hodnotou celého podniku a hodnotou cizího kapitálu v tržních cenách k určitému datu. Přidanou hodnotu pro akcionáře můžeme stanovit následovně. Současnou hodnotu budoucích provozních peněžních toků zvýšíme o zůstatkovou hodnotu firmy na konci hodnoceného období a o hodnotu neprovozních aktiv, jimiž jsou držené majetkové podíly. Následně odečteme cizí zdroje představující úročené dluhy. Hodnotu SVA je vyjádřena vztahem:

$$SVA = \left( \sum_{t=1}^n \frac{OCF_t}{(1+i)^t} + RV + NAV \right) - D \quad (3)$$

kde:

$OCF_n$	provozní peněžní toky	
$RV$	zůstatková hodnota firmy na konci období	
$NAV$	hodnota neprovozních aktiv	
$D$	úročené dluhy	[8; 12]

### 2.2.6 Cash Flow Return on Investment – CFROI

Za jeden z nejpřísnějších ukazatelů je považován ukazatel rentability investic stanovený na základě peněžních toků. Jedná se o komplexní měřítko využívající konceptu vnitřního výnosového procenta.

$$I = \frac{BCF_t}{(1+CFROI)^t} + \frac{NA}{(1+CFROI)^n} \quad (4)$$

kde:

$I$	hodnota brutto investice
$BCF$	brutto cash flow jednotlivých let upravené o inflaci
$NA$	zůstatková hodnota neodepisovaných aktiv

n	doba ekonomické životnosti
t	jednotlivé roky budoucího období

Základním předpokladem konceptu je, že podnik bude v budoucích letech dosahovat konstantního objemu provozního cash flow a to ve výši shodné s cash flow za sledované období. Doba životnosti dlouhodobého hmotného majetku pak představuje časový úsek, po který bude podnik provozní cash flow generovat.

Ukazatel je možné navrhnout také jako čisté CFROI, nebo-li CFROI rozpětí (Spread). V takovém případě dostáváme tvar:

$$CFROI_{\text{spread}} = CFROI - WACC \quad (5)$$

Je nutno však upozornit, že se jedná o vážené průměrné náklady kapitálu v reálné hodnotě a to z důvodu zachování konzistentnosti celého modelu.

Dosáhne-li  $CFROI_{\text{spread}}$  kladné hodnoty, byla za sledované období vytvořena hodnota pro akcionáře. V opačném případě dochází ke znehodnocování vloženého majetku akcionářů [7; 8].

Výhody tohoto ukazatele můžeme spatřovat v:

- procentuálním vyjádření výkonu (např. oproti ukazatele EVA),
- ve větší vypovídací schopnosti než u ROE,
- komplexnosti – na podnik se nazírá jako na soubor investičních projektů, výnosnost či hodnotu projektu lze zkoumat zvlášť za existující a budoucí projekty. [4]

Nevýhodou může být náročnost ukazatele na úpravy.

### 2.2.7 Cash Return on Gross Assets – CROGA

V tomto případě se jedná se o ukazatel, který nepoužívá účetní pojetí zisku, nýbrž pracuje s provozními peněžními toky. Konstrukce ukazatele je následující:

$$CROGA = \frac{OATCF}{GA} \quad (6)$$

kde:

CROGA	cash flow výnosnost hrubých aktiv
-------	-----------------------------------

OATCF	provozní cash flow po zdanění
GA	hrubá aktiva

Peněžní toky získané v souvislosti s hlavní podnikatelskou činností, jako je např. čistý provozní zisk a odpisy, představují provozní cash flow po zdanění. Hrubá aktiva pak tvoří stálá provozní aktiva v aktuálních pořizovacích cenách a pracovní kapitál. Navíc tím, že ukazatel počítá s hrubými aktivy, dochází k odstranění zkreslení vznikajícího v důsledku použití účetních zůstatkových cen.

Výslednou hodnotu můžeme interpretovat následovně: Převyšuje-li výsledná hodnota CROGA požadovanou výnosnost kapitálu (WACC), pak výkonnost společnosti převýšila očekávání vlastníků. [7]

### 2.2.8 Balanced Scorecard - BSC

Balanced Scorecard je koncept, jenž nepracuje pouze s tvrdými finančními ukazateli, ale využívá zejména nefinanční charakteristiky. Pohled pouze na finanční situaci podniku se nejeví jako postačující, a proto sleduje, co stojí v pozadí finančních výsledků, co je jejich hybnou silou. Tento přístup se zabývá čtyřmi základními oblastmi podniku a tedy: perspektivou finanční, zákaznickou, procesní, učení se a růstu.

Výhody plynoucí z využití této metody lze shrnout v následujících bodech:

- Napomáhá pochopit komplexnost podnikání,
- umožňuje vidět skutečnosti ve vzájemných souvislostech,
- zohledňuje zpětné vazby, příčiny a důsledky rozhodnutí manažerů v čase,
- sladuje zájmy vedení podniku a zaměstnanců,
- umožňuje sladit strategické cíle s cíli operativními. [15]

Jako vrcholový cíl konceptu BSC mohou posloužit různé hodnotově orientované ukazatele, jako je např. ukazatel EVA. Vzájemným propojením tak vzniká nový zajímavý koncept. Kombinací tohoto konceptu s ekonomickou přidanou hodnotou se budu zabývat v projektové části mé práce.



### 3 VYBRANÉ MODERNÍ UKAZATELE VYUŽITELNÉ PRO MĚŘENÍ A ŘÍZENÍ PODNIKU

Jak již bylo výše zmíněno, koncepty Ekonomická přidaná hodnota a Balanced Scorecard budou stěžejními v analytické části a proto se na tyto dva přístupy zaměřím podrobněji.

#### 3.1 Ekonomická přidaná hodnota - EVA

Ačkoliv se počáteční myšlenka dotýkající se ekonomické přidané hodnoty objevuje v ekonomické teorii i praxi již celé jedno století, konkrétní model ekonomické přidané hodnoty byl poprvé publikován teprve v roce 1989 newyorskou konzultační firmou Stern & Co. Tento koncept přinesl nový pohled na měření úspěšnosti podniku. Ten již není spojován pouze s rentabilitou vloženého kapitálu, nýbrž nabízí investorům prostřednictvím tohoto ukazatele zajímavý pohled, kterým je růst bohatství pro akcionáře. U nás ekonomickou přidanou hodnotu jako první začala používat společnost Siemens, s.r.o. a to především za účelem motivace vrcholových manažerů. [10; 27]

Základní princip této metody spočívá v měření zisku, ovšem nikoliv účetního, nýbrž zisku ekonomického. Takový zisk je na rozdíl od účetního pojetí zisku dán rozdílem ekonomických výnosů a ekonomických nákladů, tedy nákladů, které kromě účetních zahrnují i tzv. oportunitní náklady. Těmi mohou být například úroky z vlastního kapitálu podnikatele.

Ukazatel EVA je velmi významný pro manažery, neboť podává reálnější informace o výkonnosti firmy a zároveň je motivuje k rozhodování, které vede k růstu tržní hodnoty firmy. Vzhledem k užitečnosti tohoto měřítka přijalo již mnoho společností koncept jako součást komplexního řízení a motivační systém, který napomáhá řídit rozhodovací procesy. Tím, že je management na růstu přidané hodnoty zainteresovaný, je současně naplněn i zájem vlastníků firmy. [15; 21]

##### 3.1.1 Konstrukce ukazatele

K získání hodnoty ukazatele můžeme využít hned několik různých způsobů výpočtu. V prvním případě tvoří základ konstrukce ekonomické přidané hodnoty 3 stěžejní hodnoty, kterými jsou:

- *čistý provozní zisk po zdanění – NOPAT (Net Operating Profit after Tax)*- představuje hospodářský výsledek vztahující se pouze k hlavní činnosti firmy. Ve srovnání s provozním ziskem daleko lépe odráží skutečný ekonomický přínos jeho vlastníkům.
- *celkový investovaný kapitál – C* – je roven celkovému vkladu investorů do podnikání.
- *průměrné náklady kapitálu – WACC (Weighted Average Cost of Capital)* – jsou náklady na celkový investovaný kapitál, resp. výnos aktiv.

Vztah pro výpočet pak vypadá následovně:

$$EVA = NOPAT - WACC * C \quad (8)$$

Jinou možností jak vyjádřit ekonomickou přidanou hodnotu je rovnice, v níž figuruje rentabilita čistých operativních aktiv (RONA) daná poměrem čistého provozního zisku po zdanění a celkovým investovaným kapitálem, nebo vztah pracující s čistými operativními aktivy.

$$EVA = (RONA - WACC) * C \quad (9)$$

$$EVA = \left( \frac{NOPAT}{NOA} - WACC \right) * NOA \quad (10)$$

kde:

NOA čistá operativní aktiva

V České republice je upřednostňován jednodušší účetní model, jenž byl navržen manželky Neumaierovými a je využíván také Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR.

$$EVA = (ROE - r_e) * VK \quad (11)$$

kde:

ROE rentabilita vlastního kapitálu

$r_e$  alternativní náklad kapitálu

VK vlastní kapitál

Je nutno však podotknout, že tento způsob výpočtu bychom měli považovat pouze jako orientační a používat jej pouze tehdy, kdy nemáme dostatek informací pro převod účetního modelu na ekonomický. Tento model tedy nepracuje s upravenými účetními veličinami a z toho plyne i určité snížení vypovídací schopnosti ukazatele.

Podstatou je, že by ekonomická přidaná hodnota měla být kladná, neboť právě tehdy dochází k tvorbě nové hodnoty pro vlastníky. Znamená to tedy, že efektivnost investovaného kapitálu převyšuje náklady na kapitál. Je-li záporná, dochází k úbytku hodnoty. [7; 12; 15]

Pokud si společnost klade za cíl zvýšit hodnotu EVA, nabízí se na webových stránkách Stern Stewart & Co. doporučení, jakými způsoby lze tohoto cíle dosáhnout.

1. Firma může expandovat pomocí investování do projektů, kde výnosy převyšují WACC.
2. Podnik může zlepšit svou provozní účinnost svého stávajícího kapitálu, čímž vzroste jeho výnosnost.
3. Podnik může stáhnout kapitál ze ztrátových investic, které dosahují menšího výnosu než je WACC a kde již není naděje na zlepšení. Takto získaný kapitál je rozdělen mezi akcionáře, nebo zainvestován do rentabilních projektů.
4. Firma může zvýšit svůj poměr dluhu k vlastnímu kapitálu, což sníží WACC ovšem za předpokladu, že nebude ohrožena schopnost a existence firmy.[25]

Jak již bylo výše zmíněno, celý koncept EVA je postaven na ekonomickém modelu. Ekonomický model vychází z modelu účetního. Je tedy nutné upravit data poskytovaná účetnictvím na data, která s určitou pravděpodobností lépe odráží realitu. V tomto případě hovoříme o tzv. konverzi účetního modelu na model ekonomický. Ta měla obsahovat 4 základní kroky:

- Konverze na operativní aktiva,
- konverze finančních zdrojů,
- konverze daňová,
- akcionářská konverze. [10]

V následující části se budu věnovat nejčastějším úpravám potřebným k provedení výpočtu ekonomické přidané hodnoty.

### ***3.1.1.1 Vymezení čistých operativních aktiv (NOA)***

Vstupní údaje pro výpočet NOA vycházejí z rozvahy. Je zapotřebí:

- vyčlenit z aktiv neoperativní aktiva,

- aktivovat položky, které nejsou účetně vykazovány,
- snížit aktiva o neúročný cizí kapitál.

### Vyloučení neoperativních aktiv

V tomto okamžiku vyvstává otázka, jakým způsobem určit, která aktiva mají operativní a která neoperativní charakter. Je nutno dodat, že prováděné úpravy do značné míry závisí na situaci konkrétního podniku či odborném posouzení analytika. Je potřeba se zaměřit na následující položky:

- *Krátkodobý finanční majetek* má povahu neoperativního aktiva v případě, že se chová jako strategická rezerva, která má ulehčit např. splácení úvěru, nebo financování investic. Je tedy důležité jej z bilanční sumy odečíst. Dále je potřeba ověřit, zda peněžní prostředky vykázané v rozvaze jsou skutečně nutné z hlediska provozu. Případný zjištěný přebytek nad provozně potřebnou úroveň je nezbytné opět vyloučit.
- *Finanční investice* a jejich vyčlenění je posuzováno z hlediska jejich účelu, případně charakteru spojení mezi podniky, které se pomocí finančních investic vytvořilo. Do NOA nezahrnujeme investice portfoliového charakteru a dále takové, k nimž nemáme dostatek informací o jejich charakteru (pouze v případě, že finanční investování nepatří do základní činnosti podniku).
- *Nedokončené investice* jsou převážně potřebné k provozu. Jelikož se však nepodílejí na tvorbě aktuálních provozních výsledků, doporučuje se je z NOA vyloučit.
- *Jiná aktiva nepotřebná k operativní činnosti* mohou být například nevyužité či pronajaté pozemky a budovy. Lze předpokládat, že při racionálním hospodaření budou tato aktiva nejspíš postupně rozprodána a proto je účelné hodnotu těchto aktiv z NOA taktéž vyloučit. [10; 12]

### Aktivace položek nevykazovaných v účetnictví

Existuje řada položek, které v účetních výkazech chybí, a přesto mohou představovat např. majetek, který v budoucnu přinese dlouhodobý užitek. Je tedy nutné upravit hodnotu aktiv aktivací těchto chybějících položek. Důvodem je také to, že v současné době roste význam

takových forem kapitálu, které „nelze vidět ani uchopit nebo se jich dotknout“. Nyní se tedy podíváme na takové položky, které je vhodné účetních výkazů začlenit.

- **Finanční a operativní leasing**

Jak víme, leasingové financování vedou společnosti ve své podrozvahové evidenci a závazky v podobě splátek tedy nejsou obsaženy přímo v účetních výkazech. Ovšem stále více firem využívá prostřednictvím dlouhodobých smluv tuto formu financování, a protože chceme dosáhnout, aby účetní data poskytovala co nejrealnější obraz, měly by být závazky plynoucí z finančního leasingu aktivovány do rozvahy. Totéž platí i u operativního leasingu.

- **Oceňovací rozdíly u oběžných aktiv**

U pohledávek je důležité sledovat jejich nadhodnocení případně podhodnocení z titulu tvorby opravných položek dle daňových předpisů. Jsou-li nadhodnoceny, rozdíl od NOA odečítáme, v opačném případě rozdíl k NOA přičteme.

Zásoby je vhodné ocenit v tržních cenách platných k datu rozvahy. V případě, že podnik používá pro ocenění metodu LIFO, je nutné v případě vzniku tiché rezervy podceněním hodnoty zásob tento rozdíl k NOA přičíst.

- **Oceňovací rozdíly u stálých aktiv**

U dlouhodobého majetku vzniká problém ocenění z důvodu používání historických cen. Doporučuje se přecenit stálá aktiva na úrovni reprodukční ceny (snížené o reálné opotřebení), u dlouhodobého finančního majetku by mělo být použito ocenění tržní.

- **Náklady s dlouhodobými předpokládanými účinky**

Pro účely výpočtu EVA jsou obvykle uznány náklady spojené především se vstupem na nové trhy, s restrukturalizací podniku, se školením pracovníků, náklady na marketing reklamu, tvorbu odbytových cest apod.

- **Goodwill**

Goodwill představuje kladný nebo záporný rozdíl mezi tržní cenou podniku nebo jeho části a cenou jeho individuálně přeceněných složek majetku snížených o převzaté závazky. Existuje-li předpoklad, že se jeho hodnota postupně snižuje, bylo by vhodné jej v brutto hodnotě zahrnout do čistých operativních aktiv.

- **Tiché rezervy**

Úmyslná tvorba tichých rezerv může být způsobena jednak pomocí odpisů či opravných položek na straně aktiv a jednak pomocí rezerv na straně pasiv. Dochází-li k úmyslnému snižování hodnoty aktiv, případně k tvorbě nadbytečných rezerv, pak je nutné zařadit je formou ekvivalentů vlastního kapitálu k vlastnímu jmění. [10; 12]

### **Krátkodobé neúročené závazky**

Upravená aktiva je dále nutné ponížít o pasiva, které nenesou náklad. Jedná se o:

- Krátkodobé závazky,
- pasivní položky časového rozlišení,
- explicitně nezaplatněné závazky (např. dlouhodobé přijaté zálohy),
- rezervy mající charakter skutečných závazků. [10; 12]

#### **3.1.1.2 Vymezení čistého operativního zisku (NOPAT)**

Dosažení symetrie mezi NOA a NOPAT jsou první zásadou pro výpočet. Pokud jsou určité činnosti a jim odpovídající aktiva zařazena do NOA, pak je nezbytně nutné, aby jejich náklady a výnosy byly zařazeny do výpočtu NOPAT, totéž platí i obráceně.

Pokud za výchozí bod výpočtu zvolíme hospodářský výsledek z běžné činnosti, pak budeme postupovat s úpravami následovně:

1. Vyloučíme z finančních nákladů placené úroky (včetně implicitních úroků obsažených v leasingových platbách). Při jejich ponechání by se ve výpočtu projevíly dvakrát a to při snížení NOPAT a v nákladech kapitálu.
2. Vyřadíme z hospodářského výsledku položky, které tvoří součást účetních mimořádných výnosů a nákladů (např. změny ve způsobu ocenění majetku, manka a škody a nároky na jejich úhradu, tvorba a zúčtování rezerv na náklady charakteru mimořádných nákladů). Vyloučíme i mimořádné položky v nákladech a výnosech, které se svou výší nebudou opakovat (např. náklady na restrukturalizaci, prodeje investičního majetku a jejich vliv na náklady a výnosy, rozpouštění nevyužitých rezerv, mimořádné odpisy aj.)

3. Započítáme vliv změn vlastního kapitálu. Zde se jedná především o vyloučení nákladů na výzkum a vývoj, tvorbu a čerpání tichých rezerv, pokud ovlivnily hospodářský výsledek. V souvislosti s goodwillem je také potřeba upravit odpisy. Jsou-li vykázovány obě položky a je-li předpoklad trvalé hodnoty goodwillu, pak je potřeba odpisy z hospodářského výsledku vyloučit (přičíst zpět). Do hospodářského výsledku je potřeba započítat případné zvýšení nebo snížení opravných položek na zásoby a pohledávky.
4. Z výsledku hospodaření dále vyloučíme výnosy z nepotřebných aktiv a finanční výnosy a náklady spojené s neoperativním dlouhodobým finančním majetkem.
5. Provedeme úpravu výše daní. Jednou z možností je snížit nebo zvýšit splatnou daň pro daný rok o daňovou povinnost z výnosů a daňové úspory z nákladů, o které se v porovnání s výsledkem hospodaření za účetní období NOPAT liší. Jiným způsobem může být zdanění rozdílu upravených výnosů a nákladů původním procentuálním daňovým zatížením. [10; 12]

### 3.1.1.3 Výpočet nákladů na kapitál (WACC)

Poslední položkou potřebnou k výpočtu ekonomické přidané hodnoty jsou náklady na kapitál. Pro podnik je velmi důležité tyto náklady sledovat, neboť jejich výše vypovídá o efektivnosti kapitálové struktury. Snahou podniku by měla být volba co nejlevnější kombinace kapitálu, aby nedocházelo k prodražování financování potřeb.

Vážené průměrné náklady na kapitál odpovídají příjmům, které investoři očekávají ze svých investic do podniku a tomu odpovídajícímu riziku. Nejedná se však o skutečné příjmy, nýbrž o náklady ušlé příležitosti. WACC získáme ze vztahu:

$$WACC = n_{CK} * (1 - d) * \frac{CK}{K} + n_{VK} * \frac{VK}{K} \quad (12)$$

kde:

- $n_{ck}$  náklady na cizí kapitál (tj. očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu vloženého do podniku)
- $d$  sazba daně z příjmu
- $CK$  tržní hodnota úročeného cizího kapitálu

K	celková tržní hodnota investovaného kapitálu
$n_{vk}$	náklady na vlastní kapitál (tj. očekávaná výnosnost vlastního kapitálu při dané úrovni zadlužení podniku)
VK	tržní hodnota vlastního kapitálu

Nutno dodat, že při stanovení celkového investovaného kapitálu je důležité vycházet z tržních hodnot, nikoliv z účetních, čímž předejdeme značnému zkreslení. V praxi je však tato skutečnost obtížně splnitelná. [7; 9]

### **Stanovení nákladů na cizí kapitál**

Náklady na cizí kapitál lze stanovit poměrně jednoduše, neboť způsob výpočtu je pevně stanoven. Nákladem cizího kapitálu je úrok placený podnikem věřiteli ponížený o daňový štít. Vypočítáme jej jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které jsou placeny z různých forem cizího kapitálu.

Do výpočtu nákladů na cizí kapitál nelze zahrnout neúročená pasiva (např. závazky vůči dodavatelům) a rezervy, které je vhodnější zařadit do vlastního kapitálu. Naopak je vhodné neopomínat na mimorozvahové položky, jakými jsou například leasingové platby.

### **Stanovení nákladů na vlastní kapitál**

Principiálně stejně, jako předchozí typ nákladů, posuzujeme i náklady na vlastní kapitál. Ty jsou dány výnosovým očekáváním investorů. Výnosové očekávání odvozujeme z možného alternativního výnosu kapitálu s přihlédnutím k riziku.

Obtížnějším krokem při určování nákladů vlastního kapitálu se stává zjištění, jakou má vlastní kapitál cenu. Zatímco v zemích Evropy se vychází spíše z odhadu, v anglosaských zemích se prosadil koncept opírající se o teorii kapitálového trhu.

Ke stanovení nákladů na vlastní kapitál se nám nabízí řada metod, ovšem ne každá je v daném případě použitelná. Záleží na mnoha faktorech a podmínkách, které je potřeba před aplikací metody posoudit a na jejich základě pak vybrat tu nejadekvátnější.

Nejlépe lze náklady na vlastní kapitál odhadnout z kapitálového trhu. Zde můžeme využít:



- model arbitrážního oceňování - APT,
- model P/E,
- model oceňování kapitálových aktiv – CAPM.

Na vyspělých kapitálových trzích se nejčastěji setkáme s metodou **oceňování kapitálových aktiv CAPM**. Model je založen na rozdělení celkového rizika spojeného s investicí do akcií na riziko systematické a nesystematické, přičemž významným se stává pouze systematické tržní riziko.

Pro sestavení modelu a výpočet je nutné určit bezrizikovou úrokovou míru, rizikovou prémii a výši  $\beta$  koeficientu. Konstrukce vypadá následovně:

$$r_e = r_f + \beta * (r_m - r_f) \quad (13)$$

kde:

$r_e$	náklady na vlastní kapitál v %
$r_f$	bezriziková úroková míra
$\beta$	relativní rizikovost podniku k průměrné rizikovosti trhu
$r_m$	průměrná výnosnost kapitálového trhu
$(r_m - r_f)$	riziková premie kapitálového trhu

Využití metod vycházejících z údajů kapitálového trhu se v našich podmínkách jeví spíše jako problematické, proto se při stanovení nákladů na vlastní kapitál setkáme převážně s metodami založenými na odhadu. Pro podniky, jež nejsou obchodovány na veřejných trzích a kde tedy není hodnota  $\beta$  zjistitelná, lze použít metodu **CAPM s náhradními odhady  $\beta$  koeficientu**. V tomto případě přebíráme oborová  $\beta$  nebo  $\beta$  jiných podniků.

Co možná nejlépe zachycuje konkrétní faktory rizika pro daný podnik model stovebnicový. Podstatou je, že se nezaměřuje na rozdíl od předchozí metody pouze na rizika systematická, ale bere v úvahu i nesystematická. Na tomto modelu je postaven například benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA, jenž je v ČR uplatňován pro hodnocení odvětví a také nabízen k použití Ministerstvem průmyslu a obchodu.

Odhad nákladu vlastního kapitálu dle INFA:

$$r_e = r_f + RP \quad (14)$$

$$RP = r_{LA} + r_{POD} + r_{FINSTAB} + r_{FINSTRU} \quad (15)$$

kde:

$r_f$	bezriziková úroková míra
RP	riziková přírážka
$r_{LA}$	RP za velikost podniku
$r_{POD}$	RP za tvorbu EBIT ( podnikatelské riziko)
$r_{FINSTAB}$	RP za schopnost platit včas (finanční stabilita)
$r_{FINSTRU}$	RP za dělení EBIT (finanční struktura)

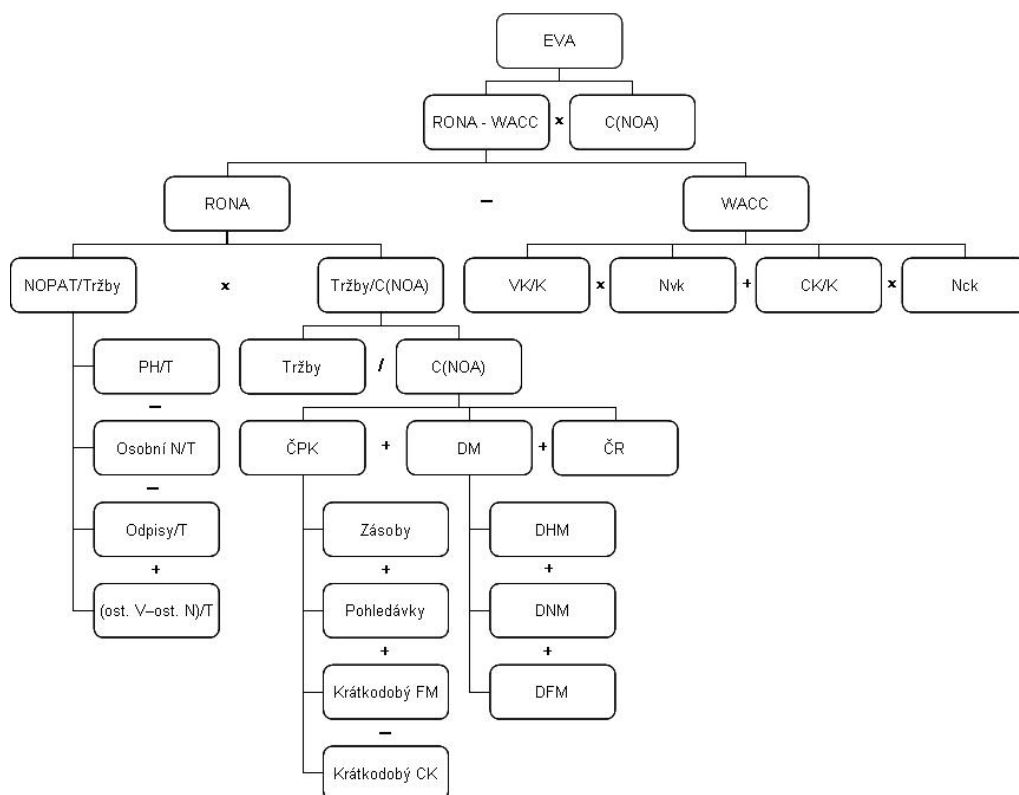
Dalšími alternativami stanovení nákladů na vlastní kapitál, se kterými se můžeme setkat, jsou dividendový model, odhad na základě průměrné rentability či odhad nákladů cizího kapitálu. [9; 10; 12; 22]

### 3.1.2 Dekompozice EVA

Pro zjištění generátorů hodnoty je vhodné využít pyramidový rozklad. Postupným rozkladem vrcholového ukazatele můžeme jednoduše jednak identifikovat a kvantifikovat vlivy dílčích ukazatelů na tento ukazatel a také zjistit vzájemné vztahy mezi dílčími ukazateli navzájem. Obecně jsou u vlivů podstatné informace o jaký ukazatel se jedná, jeho hodnoty v běžném i minulém období a to, jak změna ukazatele přispěla k tvorbě hodnoty.

Níže uvedená dekompozice ukazatele EVA vychází z námi již známého vztahu:

$$EVA = (RONA - WACC) * C \quad (16)$$



Obr. 1 Pyramidový rozklad ukazatele EVA [12]

### 3.1.3 Zhodnocení ukazatele

Model ekonomické přidané hodnoty lze uplatnit v mnoha podnikových oblastech a to například jako nástroj při měření výkonnosti podniku, při řízení, motivování a odměňování zaměstnanců, ale hodí se také při investičním rozhodování či oceňování podniku. Využívání tohoto konceptu s sebou tedy přináší jistě řadu výhod. Nyní se tedy podíváme, jakými výhodami a případně i nedostatky ukazatel oplývá.

Mezi přednosti ekonomické přidané hodnoty jsou uváděny následující:

- Může sloužit jako měřítko výkonnosti podniku,
- koncept lze využít jako nástroj pro řízení firmy v podobě propojení všech podnikových činností a lidí účastí účastníků se těchto procesů, to základním kritériem – zvýšit hodnotu vložených prostředků
- může být výchozím bodem při přijímání určitých rozhodnutí,
- ukazatel může významně přispět ke zhodnocení rizika,
- lze ji využít při odměňování,

- zahrnuje v sobě všechny cíle a úkoly,
- umožňuje propojení strategického a operativního řízení firmy,
- je věrohodným signálem tvorby hodnoty pro akcionáře,
- koncept lze uplatnit při ocenění podniku,
- v porovnání s ostatními hodnotovými ukazateli se jeví jako jednodušší měřítko.

Samozřejmě, že tento koncept má i určité nedostatky, z nichž mohou být například následující:

- Při vyčíslení vstupních údajů je nutno provést mnoho úprav účetních veličin,
- obtížný je výpočet nákladů na vlastní kapitál, neboť žádný z modelů pro jejich vyčíslení nedává jednoznačný výsledek,
- nebere v úvahu vliv inflace,
- ukazatel nezahrnuje očekávané přínosy budoucích období a není tedy možné jej využít jako základ pro hodnocení strategického vývoje podniku. [12]

### 3.2 Balanced Scorecard

Balanced Scorecard (BSC) představuje relativně nový nástroj sloužící k hodnocení podniků. Jedná se o systém strategického plánování a řízení. V doslovném překladu tento pojem znamená „Vyvážená výsledková listina“. Jak již sám název tedy napovídá, hlavním cílem tohoto nástroje je především tvorba vyváženosti ve smyslu sladění požadavků zájmových skupin, ale také strategických cílů a operativního řízení.

Balanced Scorecard není pouze systém měření, ale lze jej považovat také za systém řízení, jenž umožňuje organizacím objasnit jejich vize a strategie a převést je do akce. Poskytuje zpětnou vazbu u interních podnikových procesů a externích výsledků s cílem soustavně zlepšovat strategickou výkonnost. [18]

Koncept byl vyvinut na počátku 90. let Robertem S. Kaplanem a jeho kolegou Davidem P. Nortonem na Harvard Business School. Balanced scorerad vychází z kritiky silného finančního zaměření amerických systémů řízení např. při plánování nebo reportingu. Aby mohla být odpovídajícím způsobem hodnocena celková tvorba hodnoty podniku, měla by být tato jednostranná finanční orientace rozšířena o vyvážený soubor finančních a nefinančních měří-

tek. Základem konceptu byla myšlenka, že k ocenění výkonů musí být celkově zohledněny různé relevantní součásti podniku jako např. finance, zákazníci nebo procesy. [5]

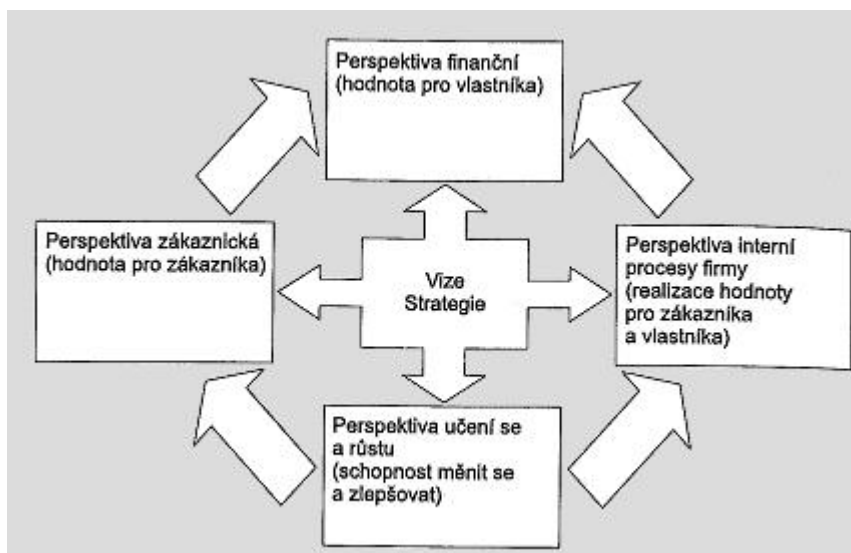
*„Balanced Scorecard zachovává finanční měřítka, která však vypovídají o minulých finančních transakcích, což bylo dostačující pro podniky průmyslové éry, pro než byly investice do dlouhodobých schopností a vztahů se zákazníky kritickými faktory úspěchu. Tato finanční měřítka jsou nicméně nevhodná pro stanovení strategie, kterou si podniky informačního věku musí zvolit, aby investicemi do zákazníků, dodavatelů, zaměstnanců, procesů, technologií a inovací vytvořily hodnotu.“ [3]*

Metoda Balanced Scorecard doplňuje finanční měřítka minulé výkonnosti o nová měřítka hybných sil budoucí výkonnosti. Hlavním cílem je tedy orientace podniku do budoucna, tj. směrem ke strategickému řízení podniku.

### 3.2.1 Perspektivy BSC

Na základě svých empirických studií mohli Kaplan/Norton prokázat, že úspěšné podniky vyváženě sledují výkonnost podniku ze čtyř perspektiv, které tvoří rámec Balanced Scorecard. [5]

Pro názornost uvádím schéma, které zobrazuje obrázek (Obr. 2).



Obr. 2 Názorné schéma metody BSC [11]

Jak vidíme, jedná se o perspektivy finanční, interních podnikových procesů, zákaznické a perspektivy učení se a růstu. Autoři této metody také uvádějí pro každou část jednu základní otázku, která by měla být co nejlépe zodpovězena. Základní otázky zní:

- 1) Oblast finanční perspektivy: „Abychom dosáhli finančního úspěchu, jak bychom měli vystupovat před akcionáři?“
- 2) Oblast interních podnikových procesů: „Abychom uspokojili naše akcionáře a zákazníky, ve kterých podnikových procesech se musíme zlepšit?“
- 3) Oblast zákaznické perspektivy: „Abychom naplnili naši vizi, jak bychom měli vystupovat před zákazníky?“
- 4) Oblast perspektivy učení se a růstu: „Abychom naplnili vizi, jak si udržíme schopnost učit se a zlepšovat?“ [17]

Ačkoliv jsou tyto čtyři perspektivy považovány za výchozí, neznamená to, že by podnik nemohl využít i další možné perspektivy. Důležitá je především možnost převést záměry a cíle do konkrétních měřítek a schopnost srozumitelné komunikace ve firmě. [2]

### **3.2.1.1 Finanční perspektiva**

V perspektivě finanční jde především o tvorbu hodnoty, tzv. Value Based Management. Sleduje se, aby byl podnik dostatečně výnosný, zdrojem prestiže a moci. Na první místo je tedy stavěna spokojenost vlastníků. Finanční veličiny vyjadřují to, co se v podniku uskutečnilo (pohled do minulosti), co se děje (pohled na aktuální situaci) a co se bude dít (pohled do budoucnosti). Finanční měřítka jsou důležitá pro shrnutí snadno měřitelných ekonomických důsledků již realizovaných akcí, a proto zůstala finanční perspektiva v Balanced Scorecard zachována.

Finanční perspektiva umožňuje managementu určit nejen metodu, která bude výchozí pro posouzení, zda je podnikání z dlouhodobého hlediska úspěšné, ale také proměnné nezbytné pro stanovení a sledování dlouhodobých cílů. Hybné síly finanční perspektivy je zapotřebí přizpůsobit odvětví, konkurenčnímu prostředí a podnikové strategii.

Ve většině podniků mohou finanční oblasti (růst obratu, snižování nákladů, zvyšování produktivity, zvyšování využití zdrojů a snižování rizika) poskytovat nezbytné vazby napříč všemi čtyřmi perspektivami BSC. [6; 15]

### 3.2.1.2 Zákaznická perspektiva

Tato perspektiva se soustředí na cíle související se vstupem na trh a identifikací tržních segmentů. Podnik si zde musí ujasnit, jak by chtěl být vnímán zákazníkem. Zaměřuje se na zákazníka, sleduje uspokojování jeho zájmů a měl by učinit takové kroky, aby byl pro zákazníky tím nejlepším dodavatelem, kterého budou vždy preferovat. Zákaznická perspektiva napomáhá manažerům formulovat strategii zaměřenou na zákazníka a trh, která do budoucna zajistí vysokou finanční návratnost. Patří sem například práce s trhem, kvalita produktu, užitečnost pro zákazníka, včasnost dodávek, náklady produktu a jeho hodnota pro zákazníka. [5; 15]

### 3.2.1.3 Perspektiva interních podnikových procesů

Perspektivou procesů je převáděna strategie podniku do provozních cílů. Vyhodnocuje se čas, jakost i náklady na vnitropodnikový proces. Ten se člení na:

- inovační proces – v této etapě jsou odhalovány možnosti zlepšení užitečnosti výrobků z hlediska zákazníků a vlastníků podniku. Vyhodnocují se informace o nových příležitostech a požadavcích a na jejich základě jsou pak navrhovány a vyvíjeny nové výrobky. Sleduje se např. doba vývoje nové generace produktů, inovační přínos, doba uvedení inovace na trh atd.
- provozní proces – zde se sleduje délka trvání a spolehlivost provozního procesu (průběžná doba produkce), kvalita procesu (výrobní technologie, výrobku i ekologická zátěž) a náklady na proces.
- poprodejní proces – zahrnuje vypořádání inkasa za prodané produkty a zajištění rychlého, spolehlivého a dostupného servisu. [15]



Obr. 3 Perspektiva interních podnikových procesů [6]

Pokud mají být realizovány představy akcionářů a cílových zákaznických segmentu, musí být identifikovány kritické procesy, v nichž je zapotřebí dosahovat nejlepších výsledků.

### 3.2.1.4 Perspektiva učení se a růstu

Perspektiva učení se a růstu vyvíjí cíle a měřítka, která podporují učení se a růst podniku. Cíle stanovené v předchozích třech perspektivách určují, v jakých oblastech musí podnik dosáhnout nejlepších výsledků, aby dosáhl průlomu ve výkonnosti. A právě záměry v této perspektivě se stávají hybnými silami pro dosažení těchto nejlepších výsledků. Způsobnost dosáhnout vytyčených cílů tedy závisí na schopnostech podniku učit se a růst. To umožňují zejména tři skupiny zdrojů: zaměstnanci, systémy a angažovanost. Za základní zdroj růstu firmy a rozhodující faktor, který zásadně ovlivňuje zbývající oblasti, jsou považováni zaměstnanci. Za hlavní faktory ve vztahu k zaměstnanecké oblasti můžeme považovat zejména schopnosti kontinuálního učení a růstu, inovační schopnosti, loajalita, celková spokojenost a produktivita práce. Obecně je přijímána ta skutečnost, že stabilní zaměstnanci přinášejí podniku dlouhodobě nejvyšší přidanou hodnotu zejména na poli inovací a citlivosti k zákazníkům. [6;13]

### 3.2.2 Strategické cíle, strategie podniku

Hlavním cílem BSC je orientace podniku do budoucna, tzn. směrem ke strategickému řízení. Často se v praxi setkáme s tím, že podniky mají problém s určením konkrétních cílů plynoucích ze strategických myšlenek. Strategie tvoří množství jednotlivých názorů, izolované koncepty, rozsáhlé analýzy apod. a jejich přesná formulace tak obvykle není úplně jasná. Proces BSC nutí ke konkretizaci cílů na základě „základní strategie“ a to tak, že tuto základní strategii porovnává s otázkami perspektiv. Z toho jsou poté odvozeny strategické cíle a teprve vzájemné propojení cílů zcela objasňuje strategii.

Strategie mohou být objasněny prostřednictvím řetězce příčin a následků, což není nic jiného než znázornění samotné strategie, tzv. strategická mapa. Jejím přínosem je, kromě zobrazení strategie, také zobrazení souvislostí a závislostí mezi strategickými cíly. Poznání kontextu a významu jednotlivých cílů vyžaduje společné pochopení strategie a tím dochází ke zlepšení spolupráce mezi jednotlivými manažery. Největšího efektu lze dosáhnout grafickým znázorněním systému cílů. [5]

### 3.2.3 Měřítka

Jak již bylo výše zmíněno, strategické cíle jsou odvozeny z vize a strategie podniku. Aby bylo možné monitorovat jejich dosažení, je nutné k těmto cílům přiřadit měřítka. Hodnotová



měřítka představují zpožděné identifikátory. Jsou většinou obecné a odrážejí společný cíl – dosažení zisku, tržní podíl, spokojenost zákazníků apod. Vyznačují konečné cíle strategie a také, zda krátkodobé úsilí vedlo k očekávaným výsledkům.

Měřítka hybných sil výkonnosti představují předstižné identifikátory, jsou jedinečnými a sestaveny pro konkrétní podnikatelskou jednotku. Signalizují, co je potřeba každý den udělat, aby byla v budoucnu vytvořena hodnota. Správně sestavený BSC by měl obsahovat vhodnou provázanost výstupů (zpožděných identifikátorů) a hybných sil výkonnosti určitými tak, aby odpovídaly strategii podnikatelské jednotky.

Konkrétní výběr měřítek si zvolí podnik sám v návaznosti na specifika své činnosti a konkrétní strategické záměry. [2; 6]

### **3.2.4 Propojení konceptu BSC s EVA**

Je-li Balanced Scorecard správně zaveden a využíván, stává se vynikajícím řídicím rámcem, který umožňuje manažerům sledovat mnoho faktorů ovlivňujících výkonnost podniku. Využívání tohoto konceptu se však může stát ještě efektivnější. Bylo prokázáno, že Balanced Scorecard a koncepce hodnotového managementu se v rámci strategického řízení výborně doplňují. Vhodnou základnou k propojení hodnotového řízení se systémem aplikujícím nefinanční ukazatele může být ekonomická přidaná hodnota. Jejich společné využívání vede k výraznému zvýšení efektivity ve strategickém řízení. Podrobněji se této problematice budu věnovat v analytické části mé práce.

### **3.2.5 Omezení a přínosy metody BSC**

Omezením může být ta skutečnost, že požadavky metody Balanced Scorecard jednoznačně nedefinují měřítka výkonnosti, v porovnání např. s finanční analýzou či manažerským účetnictvím, kde jsou měřítka převážně dobře definována. Tato měřítka je potřeba najít, ačkoliv v některých částech BSC (zákaznická perspektiva, zaměstnanecká perspektiva a růst) je to často obtížný úkol.

Je nutno rozlišovat měřítka na diagnostická, která monitorují, zda je podnik pod kontrolou a případně upozorní na výskyt nežádoucích událostí a na měřítka strategická, jenž definují strategii pro dosažení konkurenční výjimečnosti. Dnes mají společnosti stovky až tisíce diagnostických měřítek, které ovšem neodhalí hybné síly úspěchu. Měřítka hybných sil se právě

snaží zavést metoda BSC a pro celou metodu vychází přibližně 22 měřítek. To je daleko méně, než je obvyklý počet měřítek diagnostických. Ve skutečnosti by však na počtu měřítek ale záležen nemělo, neboť všechna slouží jako nástroj pro jednu zvolenou strategii. [17]

Podle p. Vysušila (2004) se můžeme při implementaci BSC setkat také s následujícími bariérami:

- Neuskutečnitelnost vize a strategie,
- nepropojení strategie s dílčími cíly,
- nepropojenost strategie s alokací zdrojů,
- nesprávné zaměření zpětné vazby. [17]

Omezení metody BSC byla identifikována a nyní ještě zmíním ze značného množství výhod využívání konceptu ty nejvýznamnější:

- pomáhá společnostem zaměřit se na to, co je potřeba udělat, aby bylo dosaženo převratného výkonu,
- napomáhá sladit klíčová měřítka výkonnosti se strategií ve všech podnikových úrovních,
- poskytuje komplexní pohled, který vyvrací tradiční představu o organizaci jako souboru izolovaných nezávislých funkcí a oddělení,
- usnadňuje komunikaci a pochopení cílů a strategie podniku,
- podporuje maximální spolupráci – členové týmů se zaměřují na pomoc jeden druhému, aby společně dosáhli úspěchu,
- poskytuje strategické zpětné vazby,
- přináší jedinečnou konkurenční výhodu,
- napomáhá k lepšímu rozhodování, zlepšení procesů. [24]

## **II. PRAKTICKÁ ČÁST**

## 4 CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI XYZ

### 4.1 Vnitřní analýza

V této kapitole nejdříve představím samotnou společnost XYZ a následně také zmíním její silné a slabé stránky s využitím SWOT analýzy.

#### 4.1.1 Profil firmy

<b>Právní forma:</b>	akciová společnost
<b>Sídlo:</b>	Praha
<b>Předmět podnikání:</b>	výroba a prodej pneumatik pro zemědělské a stavební stroje, vysoko zdvižné vozíky, sportovní motocykly
<b>Základní kapitál:</b>	1 460 384 000 Kč
<b>Počet zaměstnanců k 31.12. 2008:</b>	2 125

Akciová společnost XYZ je součástí skupiny Česká gumárenská společnost (ČGS, a.s.), která je společností holdingového charakteru s nejkompexnějším portfoliem gumárenské výroby v České republice.

Společnost XYZ vlastní výrobní úseky v Praze, ve Zlíně, v Otrokovicích a v Srbsku. Tyto závody se zabývají produkcí pláštěů pro zemědělské, mimosilniční a stavební stroje, pro motocykly, vysoko zdvižné vozíky či pro lehké nákladní automobily a dále je předmětem činnosti také výroba gumárenských směsí.

#### 4.1.2 Historie společnosti

Tradici výroby pneumatik v dnešním výrobním úseku Zlín společnosti XYZ založil počátkem třicátých let Tomáš Baťa. V roce 1932 zde byla vylišována první pneumatika a o rok později postavena pneumatikárna. Samotný podnik XYZ Praha byl založen již v roce 1933 v Praze - Strašnicích jako dceřiná firma společnosti Michelin. Od roku 1934 se zde vyráběly pneumatiky a duše pro automobily, motocykly a jízdní kola.

Během války závod přešel pod německou firmu Harburger Phönix, která se orientovala na válečnou výrobu. Po úspěšném odchodu německého vedení z továrny v květnu 1945 došlo k postupnému návratu k civilní výrobě a posléze ke znárodnění podniku. V roce 1967 patřil

XYZ mezi přední evropské gumárenské společnosti a o 33 let později se stal XYZ státním podnikem a posléze akciovou společností. V roce 1991 došlo za účasti společnosti XYZ Praha, Ministerstva průmyslu ČR, Barum Otrokovice, OP Barum Zlín a Motokov Praha k založení akciové společnosti Barum Holding. Z akciové společnosti Barum Holding se postupně formuje Česká gumárenská společnost a XYZ Praha se s Beltyrem Zlín slučuje do jednoho subjektu.

Významným mezníkem byl rok 2004, kdy do ČGS přešla kompletní výroba v Otrokovcích, zahraniční obchodní společnosti (Mexiko, USA, Rakousko, Německo, Itálie, Francie, Španělsko, Velká Británie) a centrála divize AGRO v Hannoveru. V roce 2005 byla založena zahraniční pobočka ve Švýcarsku. S účinností od 1.10. 2004 získala společnost XYZ právo používat značky Continental, Semperit a Euzkadi na zemědělské pláště. Skupina ČGS tak dále významně posílila svou dlouhodobou strategii, ve které se zaměřuje na vývoj, výrobu a prodej mimosilničních, především zemědělských pláštíů.

Ke konci roku 2008 byla přijata do skupiny ČGS nová výrobní kapacita v Srbsku, společnost Rumaguma d.o.o s cílem maximálního využití stávající výrobní kapacity a vybudování distribučního místa nejen pro domácí trh. [19]

#### **4.1.3 Organizační struktura**

Společnost funguje pod vedením generálního ředitele pana Jaroslava Čechury se sídlem v Praze. Jemu podléhají centrální útvary, ředitel BU Industrial a ředitel BU Agro. Výrobní závod Praha a výrobní závod Zlín spadají pod BU Industrial, otrokovický závod pak pod BU Agro.

#### **Výrobní organizace**

Základní organizační strukturu tvoří tyto 3 výrobní jednotky XYZ, a.s.:

- výrobní úsek Praha – výroba zemědělských a industriálních pláštíů
- výrobní úsek Zlín – výroba zemědělských, industriálních a motocyklových pláštíů
- výrobní úsek Agro Otrokovice – výroba zemědělských pláštíů
- výrobní úsek Srbsko

Společnost vlastní majoritní podíl ve společnosti IGTT, a.s. Zlín, kde probíhá výroba vulkanizačních forem a zároveň funguje také jako zkušební centrum. Prodej výrobků zajišťuje několik dceřiných společností nacházejících se v zemích Evropy či Severní a Jižní Americe. Do organizační struktury patří také provozovna ve Finsku zajišťující rovněž prodej výrobků a zboží a Representative Office v Srbsku. [29]

#### 4.1.4 Personální politika

Koncem roku 2007 byl ukončen personální audit prováděný společností Deloitte a realizovány závěry s cílem optimalizace početního stavu zaměstnanců se záměrem zvýšit produktivitu práce a snížit náklady.

K 31.12. 2008 zaměstnávala společnost 2 125 zaměstnanců (o 201 méně než v předchozím roce) na pracovištích v Praze, ve Zlíně a v Otrokovicích. V zahraničních obchodních společnostech firmy XYZ pracovalo 80 zaměstnanců.

Společnost pořádá řadu interních a externích akcí za účelem zvyšování kvalifikace svých pracovníků. V roce 2007 vstoupila do Programu certifikovaných konfekcionérů s cílem posílit kvalitu práce a zároveň zvýšit motivaci pracovníků. Pilotní projekt začal v otrokovickém závodě a postupně bude dále rozšiřován.

Významnou součástí personální práce je úzká spolupráce s univerzitami, jež slouží jako zdroj pro získávání nových kvalifikovaných pracovníků. Nejužší spolupráce je navázána s VŠCHT v Praze, pražskou VŠ ekonomickou a Fakultou technologickou Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně.

#### 4.1.5 SWOT analýza

Na základě charakteristiky společnosti jsem se pokusila identifikovat interní a externí faktory společnosti XYZ, jež jsou podrobněji popsány v tabulce (Tab. 1 ).

Tab. 1 SWOT analýza

Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> <li>- dlouholetá tradice výroby</li> <li>- široké portfolio produktů</li> <li>- vysoká konkurenceschopnost některých výrobků</li> <li>- majoritní podíly mnoha zahraničních společností</li> <li>- spolupráce s vysokými školami</li> <li>- získání významných certifikátů (ISO, ISO/TS)</li> <li>- environmentální politika</li> <li>- vzdělávací programy pro zaměstnance</li> <li>- informační systém SAP</li> <li>- vysoká zaměstnanost v regionu</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- část sortimentu s nízkou efektivitou prodeje</li> <li>- zastaralost některých výrobních zařízení</li> </ul>
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> <li>- rozvoj nových sofistikovaných produktů</li> <li>- zvýšení technologického náskoku</li> <li>- posilování pozic na trhu v Rusku</li> <li>- získání nových odbytišť (USA)</li> <li>- upevnění pozic v určitých segmentech trhu</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- rozšiřování levné zahraniční konkurence</li> <li>- nepříznivý vývoj kurzu domácí měny</li> <li>- růst cen surovin a energií</li> <li>- zdražování výrobků</li> <li>- získávání kvalifikovaných pracovníků</li> </ul>

## 4.2 Vnější analýza

S vnitřními podmínkami fungování firmy jsme se již seznámili, ovšem je potřeba zaměřit se také na okolí podniku a objasnit vnější obchodní vztahy.

### 4.2.1 Charakteristika odvětví

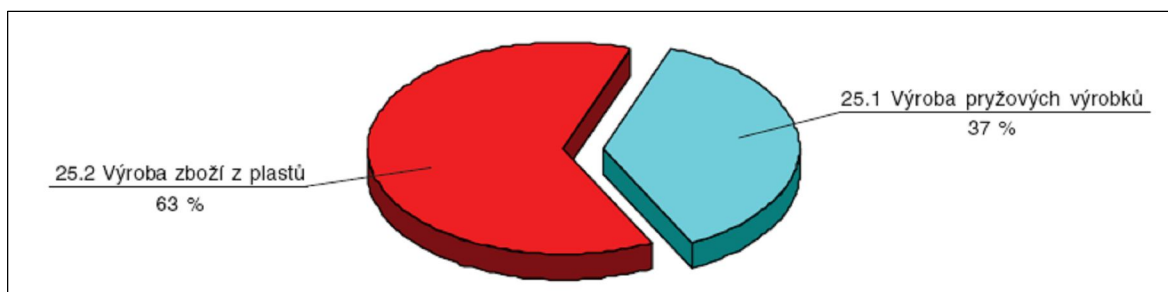
Z hlediska odvětvových a ekonomických činností spadá společnost XYZ do OKEČ DH (Výroba pryžových a plastových výrobků), konkrétněji do OKEČ 25.1. Podkladem pro charakteristiku odvětví jsou materiály MPO dostupné na internetových stránkách [www.mpo.cz](http://www.mpo.cz) – Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2008.

Vývoj tohoto odvětví se v posledních letech rozvíjel mimořádnými tempy. Důvodem byla vysoká poptávka po výrobcích tohoto sektoru napříč ekonomikou, tažená největšími odběrateli, jakými jsou automobilový průmysl, elektrotechnický a obalový průmysl, stavebnictví, zemědělství aj.

Subsektory DH se dělí na dva výrobní obory:

- 25.1 – výroba pryžových výrobků,

- 25.2 – výroba plastových výrobků.



Obr. 4 Podíly oborů a tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb za rok 2008 [23]

V oboru 25.1 má stěžejní postavení výroba pneumatik a vzdušnic a podíl na tržbách oboru činí 37 %. Obor 25.2 nabízí širší sortimentní škálu s 63% podílem a z výrobků lze jmenovat například fólie, plastové obaly, výrobky pro stavebnictví apod. Podíl oboru odvětví DH na tržbách závisí na aktuální poptávce na trhu, v posledních letech se však příliš nemění a pohybuje se v relaci 37:63 až 40:60.

O tom, že pozice tohoto odvětví v poslední době posilovala svědčí vývoj produkčních charakteristik. Podíl odvětví na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb zpracovatelského průmyslu se od roku 2000 po rok 2007 zvýšil o 2, 5 %, tedy ze 4,5 % na 7 %. Zlom nastal ve druhém pololetí roku 2008, kdy se začaly projevovat dopady hospodářské recese. V odvětví s těsnými vazbami na automobilový, elektrotechnický průmysl a stavebnictví nastal výrazný pokles tržeb a účetní přidané hodnoty.

Specifickým rysem tohoto odvětví je trvalý nárůst zaměstnanců. V průběhu let 2000 – 2008 vzrostl ukazatel o téměř 47 %. V roce 2008 pracovalo v odvětví 83 075 zaměstnanců, přičemž v oboru 25.1 to bylo 22 227 osob. Tato skutečnost je způsobena každoročním vznikem nových podnikatelských subjektů působících v tomto odvětví.

Z regionálního hlediska je odvětví pryžových a plastových výrobků nejvíce zastoupeno ve Zlínském kraji. Jasnými jedničkami v oboru 25.1 jsou výrobci Barum Continental, s.r.o. a Česká gumárenská společnost (ČGS) a.s., respektive její dceřiné firmy Mitas, a.s. a Rubena, a.s. V oboru 25.2 vykazují nejvyšší tržby společnosti Candence Innovation, k.s., Gumotex, a.s., Fatra, a.s. a další.

Co se týká zahraničního obchodu, největším obchodním partnerem jak v importu, tak exportu je Německo. Pozici druhého největšího partnera si udržuje Slovensko a za ním pak násle-



duje Polsko, Itálie, Francie, Rakousko, Maďarsko, USA, Ruská Federace a další. Nadále největším partnerem zůstává EU-27, která se v roce 2008 na celkovém obratu podílela 86 %.

V současné době je nezbytné, aby se podniky zaměřily především na snižování nákladů, zjednodušení výroby, vývoj nových produktů mimo dosavadní zaměření produkce. Vývoj tohoto odvětví do budoucna bude záviset především na tom, jak se dokáže světová, evropská i česká ekonomika vypořádat s globální hospodářskou recesí.

#### **4.2.2 Porterův model pěti sil**

Konkurenční okolí společnosti lze popsat Porterovým modelem pěti sil. Konkurenceschopnost podniku se odvíjí na základě níže uvedených faktorů.

##### **Riziko vstupu potenciálních konkurentů na trh**

Na českém trhu zastupuje gumárenský průmysl několik firem, jejichž postavení je významně posíleno dlouholetou tradicí a kvalitou vyráběných produktů. Samotná společnost XYZ má u nás vytvořeno již své dobré jméno a řadí se k předním světovým výrobcům mimosilničních plášťů. Navíc je v České republice výhradním výrobcem tohoto sortimentu. Překážky vstupu do tohoto odvětví jsou poměrně vysoké, proto lze předpokládat, že vznik nových výrobců v oblasti mimosilničních a motocyklových plášťů na našem území není příliš reálný a riziko vstupu je tudíž minimální.

Jiná je ovšem situace týkající se dovozu konkurenčních výrobků ze zahraničí. V současnosti se v rámci EU setkáváme s přílivem mimosilničních a zemědělských pneumatik z oblasti Jihovýchodní Asie, zejména Číny a Indie. Tlak této levné konkurence byl ještě zesílen přijetím antidumpingových opatření v některých zemích (např. USA, Brazílie, Turecko a další), které výrazně zredukovaly čínský vývoz do těchto teritorií. Následkem je i vyvíjení nátlaku na trhy v Evropě, která se k přijetí podobných opatření zatím neodhodlala.

##### **Rivalita mezi stávajícími konkurenty**

Můžeme říci, že v produkci mimosilničních i motocyklových plášťů nemá společnost XYZ domácí konkurenci. Z pohledu celosvětového trhu je situace poněkud odlišná. Trh je rozdělen prakticky mezi několik velkých výrobců a např. v segmentu motocyklových plášťů se již setkáváme se silnou a ostrou konkurencí. Mezi nejvýznamnější konkurenty tohoto segmentu můžeme jmenovat: Metzeler, Pirelli, Dunlop, Bridgestone aj.

Proniknout mezi velké výrobce vyžaduje nabídnout zákazníkovi skutečně kvalitní produkt na špičkové úrovni zajištěný i kompletním servisem. Společnost si tento fakt uvědomuje, což dokazuje dlouholetý inovativní přístup a modernizace stávajícího sortimentu.

### **Hrozba substitučních výrobků**

Jelikož stávající produkty vzhledem ke své povaze a funkčnosti nejsou substitučními výrobky reálně ohroženy, hrozba substitutu je v tomto případě zanedbatelná.

### **Smluvní síla dodavatelů**

Společnost XYZ není v přímém kontaktu s dodavateli, proto nelze smluvní sílu dodavatelů zhodnotit. Veškeré dodávky materiálu a surovin jsou zprostředkovány mateřskou společností za předem stanovené ceny, které firma nemůže ovlivnit.

### **Smluvní síla odběratelů**

V souvislosti s konkurencí a ve snaze rozšiřovat odbytová teritoria se firma snaží stanovit takové podmínky, které by vedly k získání nových odběratelů a zároveň byly pro obě strany výhodné. Ze strany odběratelů je společnost ovšem do jisté míry ovlivněna tlakem na cenu, kvalitu produkce či služeb, zkrácením dodacích lhůt apod., což má v konečném důsledku vliv na ziskovost podniku. Společnost se snaží odvádět produkci do teritorií s nejvyšší ziskovou marží. Určité problémy dotýkající se pohledávek za odběrateli společnost zaznamenává. Firma se potýká se soudním vymáháním pohledávek za bývalými zákazníky, kteří v současné době již výrobky neodebírají. U takových odběratelů, kteří sice produkty odebírají, ale mají pohledávky po splatnosti, řeší společnost situaci splátkovými kalendáři, případně individuálně stanovenými úvěrovými limity. Celkově se však dá říci, že společnost se svými odběrateli nemá významnější problémy a jejich smluvní síla je průměrná.

## 5 FINANČNÍ ANALÝZA SPOLEČNOSTI XYZ

Podkladem pro finanční analýzu společnosti XYZ jsou rozvaha a výkaz zisku a ztrát za období 2004 – 2008, jež jsou umístěny v přílohách (P I a P II). Jelikož porovnám analyzovaný podnik také s odvětvím, k získání potřebných údajů využiji internetové stránky Ministerstva průmyslu a obchodu ČR ([www.mpo.cz](http://www.mpo.cz)).

Nyní bych ještě ráda upozornila na jednu skutečnost. Společnost najímá část svého dlouhodobého majetku formou finančního leasingu. Uvědomuji si, že pro účely výpočtu některých ukazatelů (např. při analýze zadluženosti) je vhodné zahrnout výši leasingových splátek do cizích zdrojů a hodnotu pronajatého majetku do aktiv. Vzhledem k tomu, že splátky leasingu tvoří téměř zanedbatelné procento z cizích zdrojů (0,10 % - 1,00 %) a tudíž výsledky ukazatelů nijak významně neovlivní, nebudu proto ve finanční analýze leasing uvažovat. Podrobněji se budu jeho vlivem zabývat v následující kapitole týkající se výpočtu ekonomické přidané hodnoty, kde je za určitých okolností nutno leasing uvažovat.

### 5.1 Analýza absolutních ukazatelů

Prvním krokem finanční analýzy je zhodnocení absolutních ukazatelů, tedy údajů obsažených v účetních výkazech. Podíváme se tedy, jaká byla majetková a finanční struktura a dále také zhodnotím vývoj nákladů a výnosů společnosti a odvětví v letech 2004 – 2008.

#### 5.1.1 Majetková a finanční struktura

Procentuální rozbor a vývojové trendy majetkové a finanční struktury jak pro společnost, tak pro odvětví jsou u vedeny v příloze (P III).

##### Majetková struktura XYZ a odvětví

Z hlediska podílu dlouhodobého majetku a oběžných aktiv na celkových aktivech si můžeme povšimnout rostoucí tendence oběžných aktiv na úkor dlouhodobého majetku. V roce 2004 se podílel dlouhodobý majetek na celkových aktivech 59,70 %, zatímco v roce 2008 byl podíl přibližně 45 %. Podíl oběžných aktiv tvořil v roce 2004 39,81 %, v posledním roce pak 55 %. Rostoucí podíl položek materiálu, zásob a výrobků odpovídá skutečnosti, že se jedná o podnik ryze výrobního charakteru. Porovnáme-li vývoj zásob v letech 2005 a 2006, můžeme si povšimnout 11% nárůstu, který ovšem nebyl odražen ve výrobcích, nýbrž v materiálu. V roce 2005 byl vývoj surovin pro výrobu pneumatik nepříznivě ovlivněn rostoucími

cenami především ropy a přírodního kaučuku, což se odrazilo i v hodnotě nakupovaného materiálu. Další významný nárůst můžeme spatřovat v roce 2008, kdy položky výroby a materiál vzrostly v porovnání s rokem předchozím o 20 % a 36 %. Tato skutečnost souvisí se silnou poptávkou po produktech jak v sektoru výrobních strojů, tak zejména v sektoru výroby zemědělské techniky.

Za analyzované období vzrostla významně položka software, co bylo způsobeno především rozšiřováním informačního systému SAP o další moduly, jež byly pro společnost nezbytně nutné z hlediska fungování obchodu, logistiky a zákaznického servisu.

V roce 2004 založil podnik XYZ 6 zahraničních dceřiných společností, kterým poskytl úvěr, který tvořil přibližně 80 % dlouhodobého finančního majetku. Část tohoto dlouhodobého úvěru byla poskytnuta také mateřské společnosti. V roce 2006 bylo splaceno 22 % úvěru a o rok později byl úvěr splacen celý, což se odrazilo v 64% poklesu dlouhodobého finančního majetku za analyzované období.

V porovnání společnosti s odvětvím zjistíme, že v první polovině analyzovaného období rostla aktiva odvětví rychlejším tempem než u společnosti XYZ. V tomto odvětví, zejména v plastikářském segmentu, je určitě důležitá modernizace strojního zařízení, budování nových výrobních kapacit, které jsou úzce spjaty s automobilovým průmyslem. S tímto pravděpodobně souvisí i nárůst hodnoty dlouhodobého majetku. V letech 2007 a 2008 si v oblasti pohledávek můžeme všimnout výrazného nárůstu jak u společnosti tak i u odvětví. Zatímco v roce 2006 pohledávky u odvětví tvořily 20% podíl, v posledních dvou letech vzrostl podíl na 60 %. Tento fakt může souviset s pozvolným nástupem hospodářské krize a počínajícími problémy firem se splácením svých závazků.

### **Finanční struktura XYZ a odvětví**

Podíváme-li se na strukturu pasiv, vidíme, že vlastní kapitál tvoří v průběhu celého období menší podíl na celkové bilanční sumě než položka cizích zdrojů. Tento podíl se pohybuje v průměru kolem 42 %. Vlastní kapitál vykazoval od roku 2005 klesající tendenci. Největší pokles byl zaznamenán v posledním roce a to o 8 % ve srovnání s rokem předešlým. Klesající trend byl způsoben jednak snižujícím se hospodářským výsledkem a dále také položkou kapitálových fondů, konkrétně oceňovacími rozdíly z přecenění majetku a závazků, která se

v posledním roce dostala do záporné hodnoty. Základní kapitál zůstal, stejně jako ostatní kapitálové fondy a rezervní fond, po celou dobu neměnný.

Z hlediska cizích zdrojů si můžeme všimnout, že společnost vytvořila v roce 2004 rezervy, jež byly v následujících dvou letech čerpány zejména za účelem generálních oprav a vývoje podniku. V roce 2007 se podílela rezerva v hodnotě 18 516 tis. Kč na cizích zdrojích 0,29 % a byla vytvořena na odměny a daň z příjmu za rok 2007. V roce 2008 společnost vykazovala rezervu v hodnotě 10 000 tis. Kč na výplatu mezd. V souvislosti s projektem nákupu Agra vznikl společnosti v roce 2004 odložený daňový závazek ve výši 145 390 tis. Kč a ten do roku 2008 poklesl o 6 %. Krátkodobé závazky byly převážně rostoucího trendu, přičemž z 90 % se na nich podílely závazky z obchodních vztahů.

Pokud se podíváme na podíl úvěrů na finanční struktuře, zjistíme, že na počátku analyzovaného období využívala společnost XYZ převážně dlouhodobý úvěr, jehož podíl v roce 2004 tvořil 78 % z celkové sumy úvěrů. Tento úvěr vznikl z titulu nákupu závodu Agro. V posledním roce došlo k výraznému poklesu tohoto úvěru a naopak velkému nárůstu krátkodobého úvěru. Krátkodobé úvěry vzrostly v průběhu pěti let o 246 %, dlouhodobé pak poklesly o 84 %.

Co se týká odvětví, podíl vlastního kapitálu na celkových pasivech činil za sledované období průměrně 55 % a tento podíl tedy převyšoval podíl cizích zdrojů. Ve srovnání se společností můžeme na základě těchto údajů usoudit, že firmy z odvětví využívají k financování svého majetku převážně vlastní zdroje. U položek úvěrů je patrný stejný vývoj jako u společnosti XYZ a tedy, že úbytek dlouhodobých úvěrů kopíroval přírůstek úvěrů krátkodobých.

### **5.1.2 Analýza výnosů a nákladů**

Procentuální rozbor a vývojové trendy položek výnosů a nákladů jsou jak pro společnost, tak i pro odvětví obsaženy v příloze (P III).

Na celkových výnosech firmy se v průběhu sledovaného období nejvíce podílely tržby za prodej vlastních výrobků a služeb a to přibližně 70 %. Tato skutečnost vyplývá z výrobní povahy firmy. Tržby za prodej zboží tvořily přibližně 5 % a od roku 2004 byl zaznamenán každoroční úbytek, který na konci roku 2008 činil 45 %. Za pozitivní lze zcela jistě spatřovat růst tržeb zejména v posledním roce, kdy navzdory úderu hospodářské krize a silné domácí měně překonaly úroveň roku 2007 o 1 %. Za příznivé lze označit i růst výkonů ve

všech letech. Položka změna stavu zásob se pohybovala kolísavým tempem, přičemž k největšímu nárůstu a to o 210 % došlo mezi léty 2007 a 2008.

Nepříznivý vliv na vývoj výnosů mělo posilování domácí měny vůči měnám zahraničním, větší otevřenost trhu konkurenčním výrobcům z asijských zemí a také dramatický nárůst cen surovin, který se odrazil ve výkonové spotřebě. Společnost se tyto vlivy snaží kompenzovat zvýšenými cenami produktů a také úsporou nákladů.

Z hlediska nákladů byl ve všech letech zaznamenán relativně konstantní podíl nákladových položek na celkových nákladech a to jak u společnosti, tak i u odvětví. Nejvíce se na celkových nákladech podílela výkonová spotřeba a to v průměru 55 %, dále pak ostatní náklady, jež tvořily čtvrtinovou část celkových nákladů a osobní náklady. Výkonová spotřeba rostla vyjma roku 2007 rychleji než výkony. Největšího nárůstu bylo dosaženo v roce 2005, kdy položka vzrostla o 66 % ve srovnání s předchozím rokem. Na tomto zvýšení měla podíl jednak již zmiňovaná integrace divize Agra a dále také rozšíření společnosti o další dceřiné firmy, což mělo za následek zvýšení výroby a v důsledku i výkonové spotřeby.

Vývoj v tabulce ukazuje, že náklady každým rokem rostly. Tato skutečnost byla dána zvyšujícím se objemem výroby, růstem nákladových úroků a výkonové spotřeby, jež byla ovlivněna především nárůstem cen energie a materiálů.

U odvětví tvořily ve všech letech výkony přibližně 80% podíl na celkových výnosech, tudíž můžeme říci, že se společnost odvětví velmi přibližovala. Tržby za prodej zboží pak tvořily u odvětví dvojnásobnou hodnotu než u společnosti. Za analyzované období činil celkový nárůst výkonů u společnosti 67 %, u odvětví 25 % a celkový nárůst výkonové spotřeby byl u společnosti 81%, u odvětví 24%.

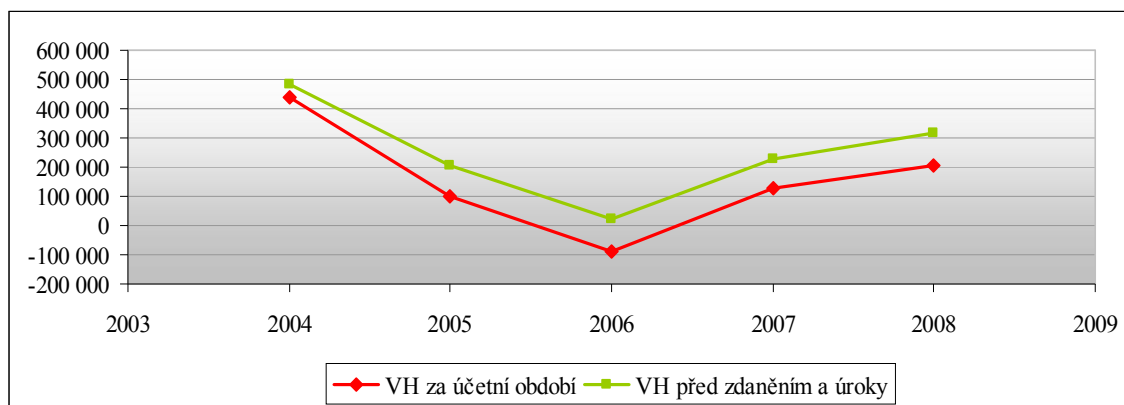
### **Vývoj hospodářského výsledku**

Vývoj hospodářského výsledku včetně jeho součástí zachycuje tabulka (Tab. 2). Jak vidíme, společnost dosahovala kladného výsledku hospodaření ve všech letech s výjimkou roku 2006, kdy vlivem velmi nízkého provozního hospodářského výsledku vykázala ztrátu ve výši 91 141 tis. Kč. Nízký hospodářský výsledek z provozní činnosti byl způsoben zejména pomalejším růstem výkonů v porovnání s výkonovou spotřebou. Naopak nejvyššího zisku bylo dosaženo v roce 2004, kdy proběhl prodej cenných papírů v celkové hodnotě 380 000

tis. Kč, což se projevilo v kladném finančním výsledku hospodaření. Vývoj VH za účetní období s porovnáním vývoje EBITu zachycuje obrázek (Obr. 5).

Tab. 2 Vývoj hospodářského výsledku, společnost XYZ [Vlastní zpracování]

(v tis. Kč)	2004	2005	2006	2007	2008
Provozní VH	327 279	319 139	92 864	305 161	298 073
Finanční VH	112 579	-191 450	-170 740	-194 075	-107 689
Mimořádný VH	0	1	0	-104	0
<b>VH za účetní období</b>	<b>436 639</b>	<b>99 531</b>	<b>-91 141</b>	<b>126 007</b>	<b>207 199</b>

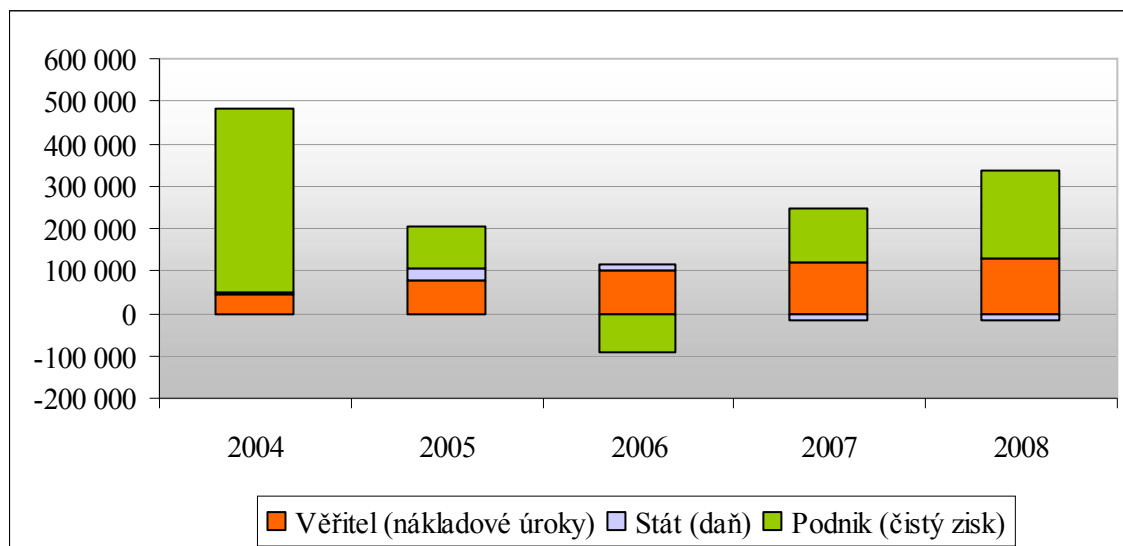


Obr. 5. Vývoj VH a EBITu v období 2004 – 2008 (v tis. Kč)[Vlastní zpracování]

Pro přehlednost dále uvádím také dělení výsledku hospodaření před úroky a zdaněním. Vývoj EBITu a jeho dělení zachycuje níže uvedená tabulka (Tab. 3) a obrázek (Obr. 6).

Tab. 3 Dělení EBIT, společnost XYZ [Vlastní zpracování]

( v tis. Kč)	2004	2005	2006	2007	2008
<b>EBIT</b>	<b>484 375</b>	<b>204 940</b>	<b>22 850</b>	<b>230 040</b>	<b>318 764</b>
Věřitel (nákladové úroky)	44 517	77 250	100 726	119 058	128 380
Stát (daň)	3 219	28 159	13 265	-15 025	-16 815
Podnik (čistý zisk)	436 639	99 531	-91 141	126 007	207 199



Obr. 6 Dělení EBIT v letech 2004 – 2008, společnost XYZ [Vlastní zpracování]

### 5.1.3 Analýza cash flow

Zkrácenou podobu vývoje cash flow za sledované období zobrazuje tabulka (Tab. 4). Vývoj čistého peněžního toku z provozní činnosti bychom mohli označit za pozitivní s výjimkou roku 2004 a 2007, kdy bylo dosaženo záporných hodnot. Dosažený výsledek v roce 2004 souvisel především s odkupem výrobků přebírané společnosti, nákupem zboží a materiálu, splacením určité výše závazků a vysokým nárůstem pohledávek. V roce 2007 se pak na záporné hodnotě CF z provozní činnosti podílela především změna krátkodobých závazků a výplata úroků. Společnost spadá do segmentu s vyšší investiční aktivitou, což dokazují i záporné hodnoty peněžních toků z investiční činnosti. Investice firmy směřovaly například do rozšiřování výrobních kapacit, nákupu nových technologií, rekonstrukce a modernizace strojů, stavebních úprav apod. Co se týká CF s finanční činností, v roce 2004 společnost přijala úvěr ve vysoké výši, což se projevilo kladnou hodnotou. Naopak v roce posledním byl tento dlouhodobý úvěr splacen.

Tab. 4 Vývoj cash flow za období 2004 – 2008 – společnost XYZ [Vlastní zpracování]

(v tis. Kč)	2004	2005	2006	2007	2008
Stav peněžních prostředků a ekvivalentů na začátku účetního období	38548	51399	100077	97 564	128 179
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	-914 111	461 069	564 595	-16 948	2 702 309



Čistý peněžní tok vztahující se k investiční činnosti	-1 135 474	-256 874	-154 406	-279 811	-499 405
Čistý peněžní tok vztahující se k finanční činnosti	2 062 435	-155 517	-412 702	327 374	-2 246 467
Čisté snížení, resp. zvýšení peněžních prostředků	12 850	48 678	-2 513	30 615	-43 563
Stav peněžních prostředků a ekvivalentů na konci období	<b>51 398</b>	<b>100 077</b>	<b>97 564</b>	<b>128 179</b>	<b>84 616</b>

## 5.2 Analýza rozdílových ukazatelů

Nyní se zaměříme na jeden z nejvýznamnějších rozdílových ukazatelů a to na čistý pracovní kapitál. Jeho vývoj jak u společnosti, tak u odvětví zachycuje tabulka (Tab. 5). Zcela jistě pozitivní je ta skutečnost, že ve všech letech dosahovala výše ČPK kladných hodnot a tudíž bychom mohli společnost i odvětví považovat za dostatečně likvidní. Nejvyšší hodnotu ČPK můžeme zaznamenat v roce 2007 a to v souvislosti s nárůstem pohledávek za ovládanými osobami a také se splacením krátkodobého úvěru. Nejméně likvidní byl podnik v posledním roce, kdy byl přijat krátkodobý bankovní úvěr. Je vhodné udržovat ČPK v optimální míře, neboť příliš vysoké hodnoty mohou mít za následek sníženou rentabilitu a naopak příliš nízké sníženou likviditu.

Tab. 5 Vývoj čistého pracovního kapitálu, společnost XYZ a odvětví [Vlastní zpracování]

	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Společnost XYZ (v tis. Kč)</b>					
ČPK	1 089 004	1 232 702	832 026	2 265 562	138 585
ČPK/OA	43,18%	45,82%	27,67%	68,80%	3,97%
<b>Odvětví (v mil. Kč)</b>					
ČPK	24 489	10 181	15 579	866	9 063
ČPK/OA	57,50%	28,85%	39,34%	2,18%	24,51%

Zajímavým ukazatelem je podíl čistého pracovního kapitálu a oběžného majetku, který by se měl pohybovat v doporučeném intervalu 30 – 50 %. Oběžná aktiva rostla každým rokem konstantním tempem, tudíž na výsledných odchylkách tohoto ukazatele od doporučených hodnot (u odvětví rok 2007, u společnosti rok 2008) měly podíl především krátkodobé závazky.

### 5.3 Analýza poměrových ukazatelů

Nyní zhodnotím společnost i odvětví poměrovými ukazateli. Provedu jednak analýzu rentability a zadluženosti, ale také se podíváme na ukazatele likvidity a aktivity. V závěru této části využiji Spider analýzu k vzájemné komparaci vybraných poměrových ukazatelů společnosti XYZ s odvětvím.

#### 5.3.1 Analýza rentability

Tabulka (Tab. 6) sumarizuje hodnoty ukazatelů výnosnosti u společnosti i odvětví.

Tab. 6 Ukazatele rentability, společnost XYZ a odvětví [Vlastní zpracování]

	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Společnost XYZ</b>					
Rentabilita tržeb - ROS	9,34%	1,37%	-1,22%	1,71%	2,80%
Rentabilita celkového kapitálu - ROA	7,64%	3,19%	0,35%	3,63%	4,99%
Rentabilita vlastního kapitálu - ROE	16,60%	3,55%	-3,29%	4,59%	8,24%
Rentabilita úplatného kapitálu	9,15%	3,93%	0,47%	4,53%	6,57%
<b>Odvětví</b>					
Rentabilita tržeb - ROS	5,52%	4,71%	3,78%	6,44%	5,92%
Rentabilita celkového kapitálu - ROA	12,50%	10,31%	7,99%	12,53%	13,62%
Rentabilita vlastního kapitálu - ROE	15,09%	12,48%	9,37%	15,87%	16,43%
Rentabilita úplatného kapitálu	17,32%	13,45%	10,13%	15,80%	17,91%

Z tabulky je patrné, že zlomovým rokem ve vývoji ukazatelů rentability byl rok 2006, kdy bylo dosaženo nejnižších hodnot. V tomto roce se rentabilita tržeb a vlastního kapitálu dostala do záporných hodnot, neboť byla společnost ztrátová. Naopak nejvyšších hodnot dosáhly ukazatele v roce 2004 vlivem velmi vysokého hospodářského výsledku. V tomto roce dosáhla společnost nejvyšší ziskové marže. Ukazatel rentability tržeb by měl mít zpravidla rostoucí trend, což u společnosti sice splněno nebylo. To však není nepříznivý jev, pokud tržby rostou a z předchozí analýzy výnosů víme, že tržby u společnosti rostly každým rokem vlivem zvýšené poptávky po produktech a rozšíření distribučních sítí.

Ukazatel produkční síly (ROA) nabýval v porovnání s odvětvím nižších hodnot a společnost tedy zhodnotila svá aktiva s menší efektivností než firmy z odvětví. O efektivním využití cizího úročeného kapitálu svědčí ukazatel rentability úplatného kapitálu, který spolu s ROE dosahoval v porovnání s ostatními ukazateli nejvyšších hodnot vyjma roku 2006. Firma tak dokázala zhodnotit více, než kolik zaplatila na úrocích.

Pozitivní vliv může mít na rentabilitu vlastního kapitálu například zadluženost. Tento fakt potvrzuje multiplikátor jmění akcionářů, jeho hodnoty obsahuje tabulka (Tab. 7).

Tab. 7 Multiplikátor vlastního kapitálu, společnost XYZ [Vlastní zpracování]

	2004	2005	2006	2007	2008
EBT/EBIT	0,91	0,62	-3,41	0,48	0,60
A/VK	2,41	2,29	2,39	2,31	2,54
<b>Multiplikátor</b>	<b>2,19</b>	<b>1,43</b>	<b>-8,14</b>	<b>1,11</b>	<b>1,52</b>

Hodnoty multiplikátoru převyšovaly vyjma roku 2006 hodnotu 1 a zvyšování dluhu by tedy mělo pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu. Ukazatel byl nejvíce ovlivněn nízkými hodnotami úrokové redukce zisku, což je dáno zvyšujícím se podílem cizího kapitálu a současně tak růstem nákladových úroků.

### 5.3.2 Analýza zadluženosti

Následující tabulka zachycuje, v jakém rozsahu jsou financována aktiva v podniku a v odvětví.

Tab. 8 Ukazatele zadluženosti, společnost XYZ a odvětví [Vlastní zpracování]

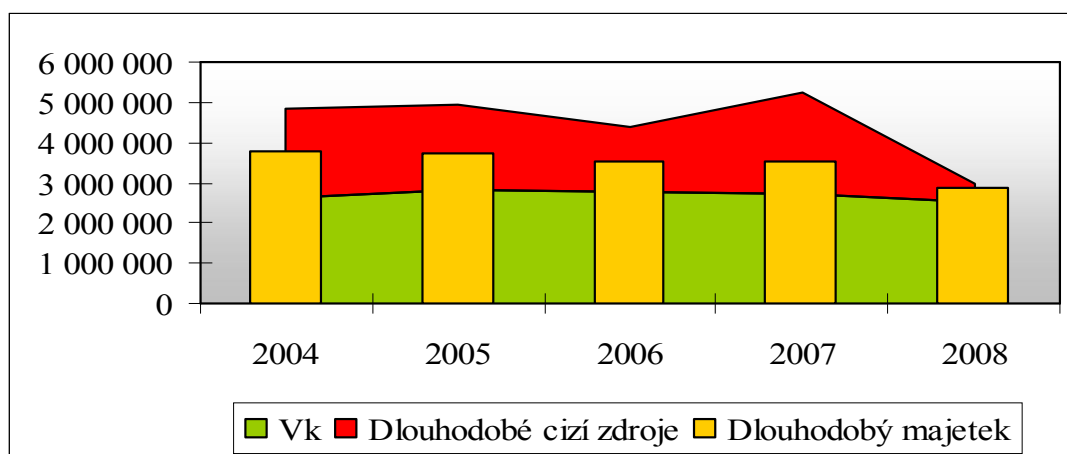
	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Společnost XYZ</b>					
Celková zadluženost	57,97%	56,11%	57,31%	55,84%	59,91%
Míra zadluženosti	1,40	1,29	1,37	1,29	1,52
Koeficient samofinancování	41,52%	43,59%	41,88%	43,33%	39,34%
Dl. cizí zdroje/Cizí zdroje	60,66%	59,38%	42,66%	70,41%	12,08%
Krytí dl. aktiv vlastním kap.	0,70	0,75	0,79	0,91	0,88
Krytí dl. aktiv dl. zdroji	1,28	1,33	1,25	1,73	1,04
Ukazatel úrokového krytí	10,88	2,65	0,23	1,93	2,48
<b>Odvětví</b>					
Celková zadluženost	41,85%	44,17%	43,50%	46,02%	44,09%
Míra zadluženosti	0,78	0,80	0,78	0,86	0,79
Koeficient samofinancování	53,64%	55,09%	55,57%	53,70%	55,73%
Dl. cizí zdroje/Cizí zdroje	39,73%	36,22%	46,02%	25,87%	33,37%
Krytí dl. aktiv vlastním kap.	1,17	0,90	0,90	0,81	0,92
Krytí dl. aktiv dl. zdroji	1,54	1,17	1,22	0,99	1,16
Ukazatel úrokového krytí	11,76	12,18	9,71	12,41	8,55

Na financování aktiv firmy by se neměly podílet cizí zdroje více než 60 %. Společnosti se za celé období podařilo nepřesáhnout tuto hranici a celková zadluženost se tak pohybovala v mezích doporučených hodnot (30 – 60 %). V posledním roce se zadluženost svojí hodno-

tou 59,91 % této mezi velmi přiblížila a to vlivem zvýšeného podílu závazků z obchodních vztahů. Pozitivní je ta skutečnost, že výše zadluženosti zůstala zachována i přes vysoký nárůst cen gumárenských surovin, jenž byl pouze částečně kompenzován nárůstem cen výrobků a úsporou nákladů.

Podobnou vypovídací schopnost jako celková zadluženost má také míra zadluženosti. Hodnoty vyšší než 100 % ve všech letech svědčí o využití vyššího objemu zdrojů cizích než zdrojů vlastních. Tímto se společnost stává rizikovou především pro banku a své další věřitele. Firmy z odvětví neměly se zadlužeností žádné problémy, jelikož v celém období dosahoval celková zadluženost i míra zadluženosti příznivých hodnot.

Nyní se podíváme, jakými zdroji společnost kryla svá stálá aktiva. Ukazatel krytí dlouhodobých aktiv vlastním kapitálem se pohyboval v rozmezí 0,7 – 0,9, z čehož plyne, že byla stálá aktiva kryta nejen vlastním kapitálem, ale z části také dlouhodobými (případně krátkodobými) zdroji. Do jaké míry pokrývaly dlouhodobý majetek dlouhodobé zdroje, objasňuje ukazatel krytí dlouhodobých aktiv dlouhodobými zdroji a přehledně také obrázek (Obr. 7). Ve všech letech bylo dodrženo tzv. „zlaté bilanční pravidlo“, což dokazují hodnoty vyšší než 1. U odvětví byla vyjma prvního roku situace shodná se stavem společnosti.



Obr. 7 Krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji v letech 2004 – 2008, společnost XYZ [Vlastní zpracování]

Ukazatel úrokového krytí vypovídá o schopnosti společnosti splácet dluhy. Kolikrát byla hodnota ukazatele vyšší než 1, tolikrát převyšoval zisk placené úroky. Ačkoliv hodnoty byly ve všech letech vyšší než 1, nad doporučenou hodnotu 5 se ukazatel pohyboval pouze v

prvním roce. V ostatních letech se jí jen zdaleka přibližoval. Dle hodnot pro odvětví neměly firmy splácením úroků problémy.

### 5.3.3 Analýza likvidity

Dalšími důležitými ukazateli jsou ukazatele likvidity vyjadřující schopnost přeměny oběžných aktiv v peněžní prostředky. Tabulka (Tab. 9) vyhodnocuje ukazatele běžné, pohotové a hotovostní likvidity u společnosti a odvětví.

Tab. 9 Ukazatele likvidity, společnost XYZ a odvětví [Vlastní zpracování]

	2004	2005	2006	2007	2008	Doporuč. hodnoty
<b>Společnost XYZ</b>						
Běžná likvidita	1,76	1,85	1,38	3,21	1,04	1,5 - 2
Pohotová likvidita	1,17	1,24	0,93	2,39	0,75	1
Hotovostní likvidita	0,04	0,07	0,04	0,12	0,03	0,2
<b>Odvětví</b>						
Běžná likvidita	2,35	1,41	1,65	1,02	1,32	1,5 - 2
Pohotová likvidita	1,76	0,95	1,10	0,72	0,89	1
Hotovostní likvidita	0,24	0,23	0,19	0,14	0,15	0,2

Co se týká běžné a pohotové likvidity, z údajů v tabulce vyplývá, že všech letech by společnost dokázala přeměnou svých oběžných aktiv splatit závazky k věřitelům. Kromě let 2006 a 2008 se hodnoty přibližovaly či nacházely v doporučených intervalech. Je však potřeba si uvědomit strukturu oběžných aktiv z hlediska likvidnosti jednotlivých položek. Vzhledem k tomu, že značnou část oběžných aktiv společnosti tvoří pohledávky z obchodních vztahů, nemusela by být likvidita zaručena z důvodu nesplacení pohledávek v době jejich splatnosti či jejich nedobytnost. Aby nebyla ohrožena platební schopnost podniku, je vhodné udržovat optimální strukturu oběžného majetku, tzn. omezovat vznik nadměrných zásob, nedobytných pohledávek či udržovat vhodnou strukturu peněžních prostředků.

Lepší vypovídací schopnost má likvidita prvního stupně, tedy hotovostní likvidita, která z oběžných aktiv bere v úvahu pouze finanční majetek. Pro podnik je důležité, kolik má v daném čase k dispozici finančních prostředků pro uhrazení případných dluhů. Hodnoty nacházející se hluboko pod doporučenou hodnotou signalizují zvýšenou absenci peněžních zdrojů. Důvodem byl především neúměrný nárůst krátkodobých cizích zdrojů v porovnání s pomalejším růstem pohotových finančních prostředků.

Zhodnotíme-li likviditu odvětví, můžeme si všimnout, že doporučené hodnoty nebyly dosaženy v posledních dvou letech. Příčinou byl zejména razantní nárůst bankovních úvěrů, které si firmy opatřily k financování svých podnikatelských aktivit. Při hodnocení likvidity je také důležité brát v potaz velikost odvětví a s tím související vyjednávací sílu s obchodními partnery, výši denní tržeb, oceňování zásob apod.

### 5.3.4 Analýza aktivity

V závěru kapitoly poměrových ukazatelů se podíváme na to, s jakou efektivitou dokázal podnik hospodařit se svými aktivy. O hodnotách ukazatelů aktivity nás informuje tabulka (Tab. 10).

Tab. 10 Ukazatele aktivity, společnost XYZ a odvětví [Vlastní zpracování]

	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Společnost XYZ</b>					
Obrat celkových aktiv z tržeb	0,74	1,13	1,13	1,17	1,16
Obrat celkových aktiv z výnosů	0,97	1,47	1,62	1,69	1,54
Doba obratu zásob z tržeb (dny)	65,0	43,6	46,9	40,8	48,0
Doba obratu pohledávek z tržeb (dny)	125,3	84,9	92,9	113,7	118,2
Doba obratu závazků z tržeb (dny)	76,8	59,3	83,3	57,4	72,1
<b>Odvětví</b>					
Obrat celkových aktiv z tržeb	1,47	1,46	1,38	1,32	1,55
Obrat celkových aktiv z výnosů	1,66	1,61	1,51	1,46	1,95
Doba obratu zásob z tržeb (dny)	32,5	30,2	32,0	26,4	29,4
Doba obratu pohledávek z tržeb (dny)	83,7	47,8	53,8	51,2	49,8
Doba obratu závazků z tržeb (dny)	50,5	52,6	50,0	51,0	51,9

Dle obratu celkových aktiv z tržeb a z výnosů můžeme usoudit, že společnost efektivně využívala svá aktiva ve všech letech kromě roku 2004. V tomto roce došlo k radikální změně majetkové struktury, tudíž hodnotu nelze brát jako závažnou. Firmy z odvětví hospodařily se svými aktivy efektivně ve všech letech a za pozitivní lze označit jistě ten fakt, že společnost dokázala obrátit v letech 2006 a 2007 aktiva z výnosů vícekrát než firmy z odvětví.

Hodnoty doby obratu zásob procházely kolísavým vývojem. Pokud by, mimo jiné, došlo ke zvyšování doby obratu zásob, mohlo by dojít k podkapitalizování podniku.

Zvýšená pozornost by měla být věnována ukazatelům doby obratu pohledávek a závazků z tržeb, které odrážejí obchodní politiku společnosti. Z údajů vyplývá, že společnost poskytuje svým odběratelům v průměru až 4 měsíční bezúročný úvěr, což může mít vliv na sol-

ventnost podniku. V komparaci s dobou obratu závazků vidíme, že firma nejdříve hradí svým věřitelům a až posléze inkasuje peníze od odběratelů. Samozřejmě optimální situace by byla nejdříve inkasovat a poté hradit faktury. Firmy z oboru vykazovaly lepší bilanci mezi pohledávkami a závazky, neboť doby obratu se sobě velmi přibližovaly.

## 5.4 Souhrnné ukazatele

V této části finanční analýzy použijí vybrané souhrnné ukazatele, s jejichž pomocí lze poměrně rychle zhodnotit finančního zdraví podniku. Jedná se o bankrotní model – Altmanův model (Z-skóre) a Index důvěryhodnosti IN01.

### 5.4.1 Altmanův model

Jelikož analyzovaný podnik není veřejně obchodovatelný na burze, aplikují pro výpočet Z-skóre vzorce, jež jsou nastaveny pro veřejně neobchodovatelné firmy. Tabulka (Tab. 11) uvádí dílčí výsledky a celkovou hodnotu Z-skóre.

Tab. 11 Výpočet Altmanova Z-skóre, společnost XYZ [Vlastní zpracování]

Altmanovo Z-skóre	2004	2005	2006	2007	2008
0,717 x ČPK/A	0,123	0,137	0,090	0,257	0,016
0,847 x ČZ/A	0,058	0,013	-0,012	0,017	0,027
3,107 x EBIT/A	0,238	0,099	0,011	0,113	0,155
0,420 x VK/Cizí zdroje	0,301	0,326	0,307	0,326	0,276
0,998 x T/A	0,736	1,126	1,130	1,163	1,154
<b>Z-skóre</b>	<b>1,456</b>	<b>1,702</b>	<b>1,526</b>	<b>1,875</b>	<b>1,628</b>

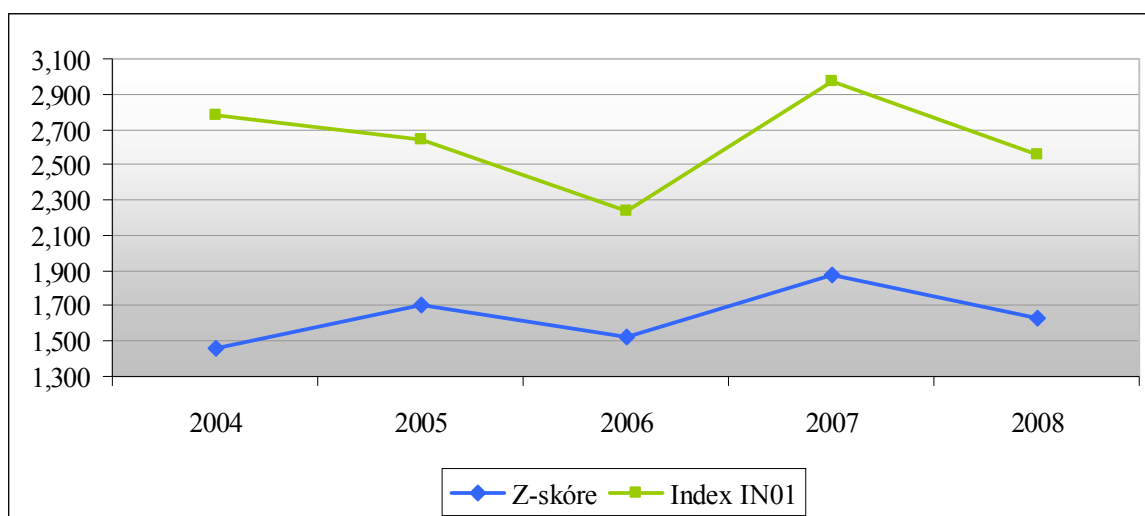
Jak vidíme, hodnoty Z-skóre se pohybovaly v pásmu od 1,2 do 2,99 a to znamená, že se společnost nacházela v pásmu tzv. šedé zóny s nevyhraněnou finanční situací. Z tabulky vidíme, že nejnižší hodnoty bylo dosaženo v roce 2004 v důsledku přijetí dlouhodobého úvěru. V roce 2006 se pak na nízké hodnotě podílela ztrátovost podniku a nízká hodnota ukazatele ROA. Hodnotu Altmanova indexu lze zlepšit například zvýšením obratovosti aktiv (snížením stavu zásob), což by následně přispělo i ke zvýšené rentabilitě celkového kapitálu.

### 5.4.2 Index IN01

Stejně jako Altmanův index slouží Index IN k vyjádření celkové finanční situace podniku jedním číslem. Vývoj ukazatele je zachycen v tabulce (Tab. 12) a srovnání obou indexů zobrazuje obrázek (Obr. 8).

Tab. 12 Výpočet Indexu IN01, společnost XYZ [Vlastní zpracování]

Index IN01	2004	2005	2006	2007	2008
0,13 x A/CZ	0,224	0,232	0,227	0,233	0,217
0,04 x EBIT/NÚ	0,435	0,106	0,009	0,077	0,099
3,92 x EBIT/A	0,300	0,125	0,014	0,142	0,196
0,21 x V/A	0,204	0,310	0,341	0,354	0,323
0,09 x OA/(KZ+KBU)	0,158	0,166	0,124	0,288	0,094
<b>Index IN01</b>	<b>1,321</b>	<b>0,938</b>	<b>0,714</b>	<b>1,095</b>	<b>0,928</b>



Obr. 8 Vývoj Altmanova indexu a indexu IN01 v období 2004 – 2008 [Vlastní zpracování]

Po celou dobu dle indexu (Tab. 12) nepřevýšily hodnoty hranici 1,77 a podnik tedy netvořil přidanou hodnotu. Pro rok 2006 signalizoval index finanční problémy. Velmi nízké ROA a ukazatel úrokového krytí způsobil pokles hodnoty pod hranici 0,75 a podnik se tak dostal do pásma bankrotu. V ostatních letech se společnost nacházela v nevyhraněné finanční situaci.

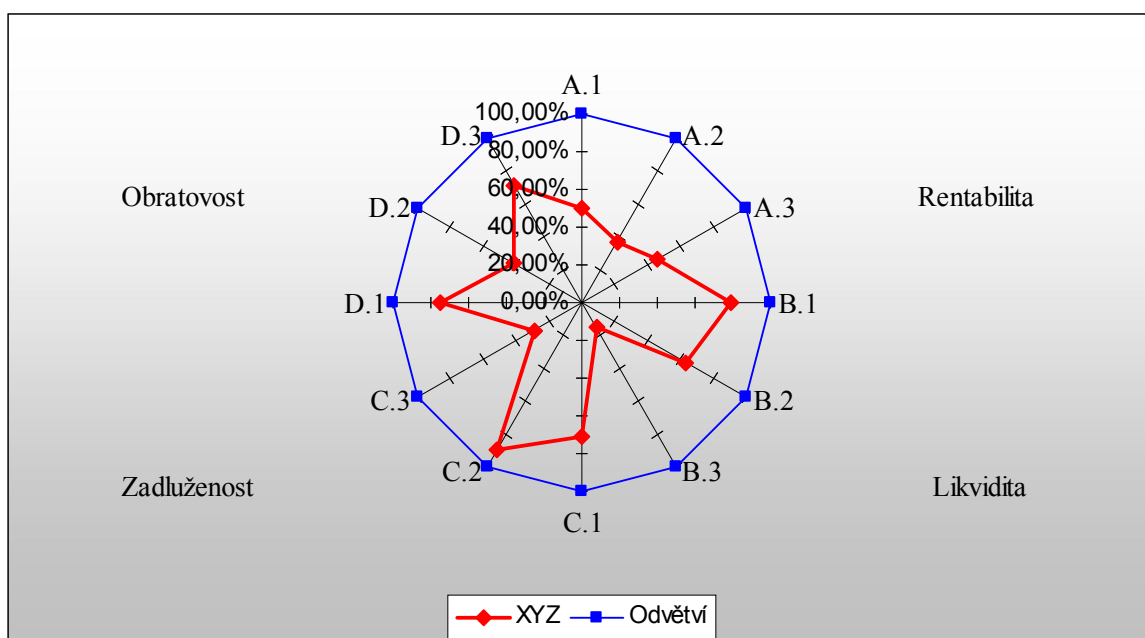


## 5.5 Spider analýza

V závěru analýzy využijí tzv. spider analýzy ke komparaci poměrových ukazatelů společnosti XYZ a odvětví. Pro účel spider analýzy jsou v tabulce (Tab. 13) vyhodnoceny 4 skupiny poměrových ukazatelů za rok 2008. Jejich vzájemné porovnání je zachyceno na obrázku (Obr. 9).

Tab. 13 Srovnání poměrových ukazatelů v roce 2008 [Vlastní zpracování]

			XYZ	Odvětví
<b>Rentabilita</b>	A.1	Rentabilita vlastního kapitálu	8,24%	16,43%
	A.2	Rentabilita aktiv	4,99%	13,62%
	A.3	Rentabilita výnosů	3,24%	6,99%
<b>Likvidita</b>	B.1	Běžná likvidita	1,04	1,32
	B.2	Pohotovná likvidita	0,75	1,20
	B.3	Hotovostní likvidita	0,03	0,20
<b>Zadluženost</b>	C.1	Vlastní kapitál/aktiva	39,34%	55,73%
	C.2	Krytí dlouh. majetku dlouh. kapitálem	1,04	1,16
	C.3	Úrokové krytí	2,48	8,55
<b>Obratovost</b>	D.1	Obratovost aktiv	1,16	1,55
	D.2	Obratovost pohledávek	3,05	7,22
	D.3	Obratovost závazků	5,00	6,94



Obr. 9 Spider graf, společnost XYZ a odvětví v roce 2008 [Vlastní zpracování]

Z grafu je patrné, že společnost v roce 2008 nedosáhla v žádné oblasti lepších výsledků než firmy z odvětví. Velmi nízké hodnoty na rozdíl od odvětví dosáhla hotovostní likvidita (B.3)

a dále ukazatel úrokového krytí (C.3). V porovnání s odvětvím byla společnost slabá v ukazatelích rentability vlastního kapitálu, aktiv a výnosů (A.1, A.2, A.3). Naopak nejvíce se společnost k odvětví přiblížila ukazatelem krytí dlouhodobých aktiv dlouhodobým kapitálem (C.2), dále obratovostí aktiv a závazků (D.1, D.3) a běžnou likviditou (B.1).

## 5.6 Závěr finanční analýzy

Zhodnocení finančního zdraví podniku XYZ odhalilo vyskytující se slabé a silné stránky společnosti. Pozitivně nelze hodnotit hledisko dosahování zisku, neboť hodnoty ukazatelů rentability se nacházely hluboko pod odvětvovým průměrem.

Co se týká ukazatelů likvidity, běžná i pohotová likvidita se pohybovala ve všech letech vyjma roku 2006 a 2008 v mezích doporučených hodnot. Lepší vypovídací schopnost má však ukazatel hotovostní likvidity, jejíž hodnoty poukázaly na zvýšenou absenci peněžních zdrojů. Firma však využívá kontokorentní účty a v případě nutné potřeby by dokázala finanční prostředky obstarat.

S celkovou zadlužeností neměla firma výraznější problémy, neboť tento ukazatel po celou analyzovanou dobu nepřesáhl hranici doporučené hodnoty. Kladně nelze hodnotit nízký ukazatel úrokového krytí, na druhou stranu jeho rostoucí tendence naznačuje, že do budoucna by společnost neměla mít problémy s placením nákladových úroků. Také tzv. „zlaté bilanční pravidlo“ bylo ve všech letech splněno.

Hodnoty multiplikátoru jmění akcionářů naznačily, že zvyšování dluhu, vyjma roku 2006, by pozitivně ovlivnilo rentabilitu vlastního kapitálu.

V oblasti aktivity nebyly zjištěny významné nedostatky s výjimkou doby obratu pohledávek a závazků. Z analýzy je patrné, že firma nejdříve hradí své dluhy a teprve následně dostává zapláceno. To ovšem není optimální situace, protože v takovém případě musí firma disponovat buď volnými peněžními prostředky, nebo je musí získat jiným způsobem.

Ačkoliv byly na základě provedené finanční analýzy v některých oblastech zjištěny určité nedostatky, na fungování společnosti neměly výrazný vliv a podnik lze považovat za poměrně stabilní a úspěšný.

## 6 VÝBĚR MODERNÍCH UKAZATELŮ K HODNOCENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU

V této části analytické práce zhodnotím výkonnost podniku s využitím vybraných moderních měřítek. V teoretické části byl proveden výčet moderních ukazatelů výkonnosti a na základě jejich účelovosti či využitelnosti se nyní pokusím vybrat ty nejvhodnější. Vzhledem k tomu, že společnost v současné době neuvažuje nad investičními projekty, nevyužiji metodu DCF a CFROI. Jelikož společnost XYZ není obchodovatelná na kapitálovém trhu, nelze použít ani finanční měřítko navržená pro společnosti obchodované na kapitálových trzích, jako jsou MVA, Excess Return či SVA. Odpovídající měřítky ke zhodnocení výkonnosti podniku se jeví Ekonomická přidaná hodnota a CROGA. Následující kapitoly budou tedy věnovány právě těmto ukazatelům.

### 6.1 Ekonomická přidaná hodnota

K výpočtu ukazatele ekonomické přidané hodnoty lze využít model založený na účetních hodnotách, nebo přesnější model ekonomický. Transformaci účetních dat na ekonomická vyjadřuje rovnice  $EVA = NOPAT - WACC * C$ . Jelikož k vyčíslení hodnoty EVA využiji tento model, musím nejprve upravit účetní údaje k získání položek C (NOA), NOPAT a WACC. K těmto úpravám využiji jednak účetní výkazy za období 2003-2008, výroční zprávy za stejné období, ale také veřejně dostupné informace či informace poskytnuté vedením společnosti.

#### 6.1.1 Vymezení C (NOA)

##### 1) Vyčlenění neoperativních aktiv

Z hlediska správného vymezení NOA je potřeba rozhodnout, která aktiva souvisí s hlavní podnikatelskou činností a která mají neoperativní povahu.

- *Krátkodobý finanční majetek*

S přihlédnutím k dosažené hodnotě ukazatele hotovostní likvidity v průběhu jednotlivých let nebudu provádět žádnou úpravu NOA. Důvodem je, že hodnota tohoto ukazatele nedosáhla hranice 0,5, jež je považováno za mezní hodnotu pro určení optimální úroveň provozně potřebných peněžních prostředků.

- *Dlouhodobý finanční majetek*

Finanční investice společnosti představují především podíly v ovládaných a řízených osobách a podíly v účetních jednotkách s podstatným vlivem. Tyto investice firmy XYZ směřují do společností, jež jsou svojí činností úzce propojeny a z toho důvodu budou v aktivech ponechány. Položka ostatních cenných papírů a podílů však již s hlavní činností podniku nesouvisí a proto ji z dlouhodobého finančního majetku vyčlením.

- *Nedokončené investice*

Nedokončené investice jsou sice provozní povahy, ale protože se nepodílejí na tvorbě současných výsledků hospodaření. Z NOA jej tedy vyloučím.

*Tab. 14 Vyčlenění nedokončených investic [Vlastní zpracování]*

(v tis. Kč)	2004	2005	2006	2007	2008
Nedokončený DNM	504	395	395	2 884	60
Nedokončený DHM	74 634	134 214	125 068	153 004	79 884
<b>Celková hodnota</b>	<b>75 138</b>	<b>134 609</b>	<b>125 463</b>	<b>155 888</b>	<b>79 944</b>

Jiná aktiva v podobě nevyužitých a pronajatých pozemků, budov či nadbytečných zásob nebyla vedením společnosti shledána, tudíž nejsou důležité žádné další úpravy.

## 2) Aktivace položek

Nyní se budu zabývat položkami, které sice nejsou standardně v účetních výkazech zachyceny, ale vzhledem k lepší vypovídací schopnosti je vhodné je do NOA začlenit.

- *Leasing*

Společnost XYZ si najímá formou finančního leasingu dopravní prostředky a výrobní zařízení (výrobní linky a lisy). Při aktivaci leasingu budu vycházet ze současné hodnoty budoucích leasingových splátek. K převedení leasingových splátek na současnou hodnotu využiji diskontní míry stanovené pomocí alternativního způsobu založeného na tržních datech. Tyto údaje pro roky 2004 - 2008 jsou obsaženy v tabulce (Tab. 26) a pro další období byla diskontní míra na základě vývoje minulých let odhadnuta na 7 %. Současnou hodnotu leasingu následně zohledním jak v dlouhodobém majetku, tak v závazcích.

Tab. 15 Výpočet SH leasingových splátek pro rok 2008 [Vlastní zpracování]

(tis. Kč)	2009	2010	2011	2012	Celkem
BH leasingových splátek	10 887	1 600	924	728	-
SH leasingových splátek	10 174	1 398	754	556	12 882

Tab. 16 Současná hodnota leasingových splátek [Vlastní zpracování]

(v tis. Kč)	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Aktivace leasingu</b>	1 274	14 225	9 658	27 062	26 731	12 882

- *Oceňovací rozdíly*

Důsledkem oceňování dlouhodobého majetku historickými cenami, které neberou v úvahu růst cen či technologický pokrok, neodpovídají aktiva reálné hodnotě. K tomu, aby mohl být majetek přeceněn, je potřeba znát strukturu investičního majetku z hlediska jeho stáří, pořizovací ceny a také je nutné zvolit odpovídající cenový index. Tyto informace však nemám k dispozici, a proto nemohu dlouhodobý majetek přecenit. U oběžných aktiv nebyly společností shledány významné oceňovací rozdíly.

- *Aktivace nákladů s dlouhodobými účinky*

Podnik vykazuje každým rokem vynaložené náklady na výzkum a vývoj, který je prováděn pro vlastní potřebu společnosti. Tyto náklady se na celkových nákladech podílí velmi nízkým podílem, přibližně 0,1 - 0,25 %. Vzhledem k nedostatečným informacím týkajících se této oblasti nelze odhadnout budoucí efekty či přínosy a z tohoto důvodu tedy nemohu tuto položku zohlednit při výpočtu NOA.

- *Goodwill*

Hodnota goodwillu byla ve všech analyzovaných letech nulová, není teda potřeba provádět žádné úpravy.

- *Tiché rezervy*

Společnost XYZ vykazuje ve všech letech vyjma roku 2006 v pasivech rezervy a to například na daňovou povinnost, provizní náklady či výplatu mezd. Tyto však nejsou považovány za nadbytečné ani tiché a proto budeme položky rezerv shledávat jako irelevantní.

### 3) Neúročený cizí kapitál

Aktiva je nutné ponížít o neúročená pasiva. Celkovou hodnotu neúročených zdrojů zachycuje tabulka (Tab. 17).

Tab. 17 Neúročený cizí kapitál [Vlastní zpracování]

(v tis. Kč)	2004	2005	2006	2007	2008
Rezervy	11 912	8 717	0	18 516	10 000
Dlouhodobé neúročené závazky	145 390	165 258	182 048	153 803	137 336
Krátkodobé závazky	851 313	1 031 387	1 550 678	1 021 072	1 341 645
Časové rozlišení pasiv	32 250	19 349	53 476	52 447	48 166
<b>Celková hodnota</b>	<b>1 040 865</b>	<b>1 224 711</b>	<b>1 786 202</b>	<b>1 245 838</b>	<b>1 537 147</b>

### Rekapitulace úprav NOA

Dlouhodobý hmotný majetek jsem ponížila o hodnotu nedokončeného dlouhodobého hmotného majetku a aktivovala hodnotu leasingu. Dlouhodobý nehmotný majetek byl upraven o hodnotu nedokončeného dlouhodobého nehmotného majetku a dlouhodobý finanční majetek o položku ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů, jež nesouvisí s hlavní činností podniku. Zásoby, pohledávky, krátkodobý finanční majetek a aktivní časové rozlišení bylo ponecháno z výše zmíněných skutečností beze změny. Následně jsem pro účel výpočtu čistých operativních aktiv odečetla od aktiv celkovou výši neúročených závazků.

V tomto okamžiku již máme vyčísleny všechny položky potřebné k získání hodnoty čistých operativních aktiv, tj. aktivní část rozvahy. Údaje shrnuje tabulka (Tab. 18).

Tab. 18 Vymezení NOA v období 2004 – 2008 [Vlastní zpracování]

(v tis. Kč)	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>3 709 577</b>	<b>3 590 808</b>	<b>3 406 243</b>	<b>2 885 940</b>	<b>2 805 284</b>
DHM	2 839 960	2 772 518	2 713 206	2 525 452	2 477 972
DNM	457 411	385 953	309 235	236 141	173 933
DFM	412 206	432 337	383 802	124 347	153 379
<b>ČPK</b>	<b>1 512 372</b>	<b>1 492 821</b>	<b>1 327 494</b>	<b>2 068 438</b>	<b>1 981 124</b>
Zásoby	843 744	879 143	975 556	835 017	984 503
Pohledávky	1 627 073	1 711 045	1 933 854	2 329 682	2 425 711
Krátkodobý FM	51 399	100 077	97 564	128 179	84 616
Časové rozlišení	31 021	27 267	106 722	21 398	23 441
(-) neúročené závazky	1 040 865	1 224 711	1 786 202	1 245 838	1 537 147
<b>NOA</b>	<b>5 221 949</b>	<b>5 083 629</b>	<b>4 733 737</b>	<b>4 954 378</b>	<b>4 786 408</b>

Veškeré úpravy prováděné na straně aktiv se musí promítnout také v pasivní části rozvahy. Níže uvedená tabulka (Tab. 19) obsahuje úpravy jednotlivých položek a výslednou hodnotu získaného celkového kapitálu, který byl zjišťován také pro účely výpočtu vážených průměrných nákladů na kapitál.

Tab. 19 Vymezení kapitálu v období 2004 – 2008 [Vlastní zpracování]

(v tis. Kč)	2004	2005	2006	2007	2008
Vlastní kapitál	2 543 026	2 669 230	2 646 156	2 586 403	2 433 926
Ekvivalenty VK	-87 739	-134 936	-125 790	-155 915	-79 944
Cizí zdroje	2 678 923	2 414 399	2 087 581	2 367 975	2 352 482
Bankovní úvěry	2 664 698	2 404 741	2 060 519	2 341 244	2 339 600
Leasing	14 225	9 658	27 062	26 731	12 882
<b>Kapitál celkem (C)</b>	<b>5 221 949</b>	<b>5 083 629</b>	<b>4 733 737</b>	<b>4 954 378</b>	<b>4 786 408</b>

Výše vlastního kapitálu byla upravena o vyrovnávací položku ekvivalenty vlastního kapitálu, z cizích zdrojů byly vyčleněny neúročené závazky a aktivována hodnota leasingu. Správnost výpočtu můžeme ověřit srovnáním s hodnotami čistých operativních aktiv. Vidíme, že hodnoty v obou případech jsou shodné, jelikož se jedná stejný majetek vymezený pouze z různých pohledů.

### 6.1.2 Vymezení NOPAT

Výchozím bodem k vymezení čistého provozního zisku po zdanění je výsledek hospodaření z běžné činnosti před zdaněním, jenž upravím o následující položky:

- *Nákladové úroky* – z finančních nákladů vyloučím placené úroky z bankovních úvěrů. Odhaduji, že součástí leasingových plateb jsou také úroky ze zapůjčení kapitálu a výši těchto úroků tedy určím vynásobením leasingového závazku (k začátku období) odhadnutou alternativní úrokovou mírou (Tab. 26). Výši nákladových úroků shrnuje tabulka (Tab. 20).

Tab. 20 Vývoj nákladových úroků [Vlastní zpracování]

(v tis. Kč)	2004	2005	2006	2007	2008
Nákladové úroky - leasing	71	754	534	4 268	2 280
Nákladové úroky - bankovní úvěr	44 517	77 250	100 726	119 058	128 380

- *Mimořádné položky* – z výsledku hospodaření vyloučím mimořádné položky, které se svojí výší nebudou opakovat. Jedná se o výsledek hospodaření z prodeje dlouho-

dobého majetku, který je dán rozdílem tržeb z prodeje DM a jeho zůstatkovou cenou.

Tab. 21 Vývoj VH z prodeje DM [Vlastní zpracování]

(v tis. Kč)	2004	2005	2006	2007	2008
VH z prodeje DM	10 344	3 053	5 778	2 515	20 411

Pokud se při výpočtu NOA prováděly takové úpravy, které měly vliv na výsledek hospodaření, je nutné v NOPAT promítnout vliv změn vlastního kapitálu. V našem případě k takové skutečnosti nedošlo. V předchozích krocích jsem aktiva snížila o portfoliové investice a v případě, že by podniku přinášely výnosy, museli bychom je vyloučit z finančních výnosů. Podniku XYZ však žádný výnos nepřinášely, proto finanční výnosy zůstanou ponechány beze změny.

Jelikož NOPAT představuje již zdaněný operativní zisk, musím opravit výši daně, aby odpovídala daňové povinnosti z operativního zisku. Úpravu provedu tak, že rozdíl upraveného VH a původního VH vynásobím daňovou sazbou platnou v daném roce a tím získám dodatečně vypočtenou daň. NOPAT následně získám odečtením původní a dodatečně získané daně od upraveného výsledku hospodaření. Výpočty zachycuje tabulka (Tab. 22).

Tab. 22 Vymezení NOPAT v jednotlivých letech [Vlastní zpracování]

(v tis. Kč)	2004	2005	2006	2007	2008
VH z běžné činnosti před zdaněním	439 858	127 689	-77 876	111 086	190 384
(+) Nákladové úroky	44588	78004	101260	123326	130660
(-) VH z prodeje DM	10 344	3 053	5 778	2 515	20 411
VH z běž. č. před zdaněním - upravený	474 102	202 640	17 606	231 897	300 633
Rozdíl VH	34 244	74 951	95 482	120 811	110 249
Původní daň	3 219	28 159	13 266	-15 025	-16 815
Dodatečně vypočítaná daň	9 588	19 487	22 916	28 995	23 152
<b>NOPAT</b>	461 295	154 994	-18 576	217 927	294 296

### 6.1.3 Výpočet WACC

Pro dosažení výsledné hodnoty WACC je nezbytné nejprve určit náklady na cizí a vlastní kapitál.



### 6.1.3.1 Stanovení nákladů na cizí kapitál

Společnost k financování své podnikatelské činnosti využívá dlouhodobé a krátkodobé bankovní úvěry a finanční leasing. Nyní se podíváme na to, jaké možnosti se nám nabízejí pro vymezení nákladů jak na bankovní úvěr, tak také na leasing.

#### Bankovní úvěr

Náklady na bankovní úvěr můžeme stanovit několika různými způsoby. Ačkoliv by bylo vhodné zvolit nejpřesnější variantu založenou na úrokové sazbě PRIBOR, vzhledem k nedostatku interních informací o podmínkách úvěrů a jejich úrokových sazeb, nemohu této varianty využít. Pro stanovení nákladů na cizí kapitál zvolím 2. alternativu výpočtu vycházející ze vztahu úroky/ průměrná hodnota bankovních úvěrů. Vypočtené údaje shrnuje tabulka (Tab. 23).

Tab. 23 Náklady na bankovní úvěry – 2. alternativa [Vlastní zpracování]

(v tis. Kč)	2004	2005	2006	2007	2008
Stav BÚ na konci roku	2 664 698	2 404 741	2 060 519	2 341 244	2 339 600
Průměrný stav BÚ	1 851 452	2 534 720	2 232 630	2 200 882	2 340 422
Nákladové úroky	44 517	77 250	100 726	119 058	128 380
Úroková sazba úvěru (stav BÚ na konci roku)	1,67%	3,21%	4,89%	5,09%	5,49%
<b>Úroková sazba úvěru (průměrný stav)</b>	<b>2,40%</b>	<b>3,05%</b>	<b>4,51%</b>	<b>5,41%</b>	<b>5,49%</b>

Jako 3. alternativu lze využít také výpočet založený na tržních datech. K získání vstupních údajů jsem využila internetové stránky Ministerstva průmyslu a obchodu ČR, které poskytují údaje o bezrizikové úrokové míře stanovené jako výnos 10letých státních dluhopisů a dále stránky Damodoran Online. Tyto stránky poskytují rating společností s doporučenou rizikovou přírůžkou. V našem případě jsem brala v úvahu ratingové hodnocení pro velké výrobní podniky.

Tab. 24 Náklady na bankovní úvěr – 3. alternativa [Vlastní zpracování]

	2004	2005	2006	2007	2008
Bezriziková úroková míra	4,80%	3,53%	3,77%	4,28%	4,55%
EBIT/NÚ	10,88	2,65	0,23	1,93	2,48
Rating	AAA	BBB	C	B+	BB+
Riziková přírůžka	0,50%	2,00%	12,00%	3,25%	3,50%
<b>Odhadnutá úroková sazba BÚ</b>	<b>5,30%</b>	<b>5,53%</b>	<b>15,77%</b>	<b>8,53%</b>	<b>8,05%</b>

Jak již bylo řečeno, ke stanovení nákladů na cizí kapitál budu pracovat s údaji ze 2. alternativy výpočtu. Abychom získali náklady cizího kapitálu, je nutné data upravit o působení daňového štítu. V roce 2004 činila daň z příjmu 28 %, v roce 2005 byla 26 %, pro roky 2006 a 2007 byla výše daňového zatížení 24 % a v posledním roce je počítáno s 21% daní.

*Tab. 25 Náklady na bankovní úvěr [Vlastní zpracování]*

	2004	2005	2006	2007	2008
Úroková sazba úvěru (prům. stav)	2,40%	3,05%	4,51%	5,41%	5,49%
Náklady na bankovní úvěr	1,73%	2,26%	3,43%	4,11%	4,33%

## Leasing

K determinaci nákladů na leasing využijeme způsob stanovení nákladů na cizí kapitál založený na tržních datech, který byl proveden jako 3. alternativa u bankovních úvěrů. Pracujeme tedy s výsledky z tabulky (Tab. 23) a taktéž musíme při úpravě zohlednit vliv daňového zatížení. Odhadnutou úrokovou sazbu leasingu po úpravě shrnuje tabulka (Tab. 26).

*Tab. 26 Odhadnutá úroková sazba leasingu [Vlastní zpracování]*

	2004	2005	2006	2007	2008
Odhadnutá úroková sazba leasingu	5,30%	5,53%	15,77%	8,53%	8,05%
Náklady na leasing	3,82%	4,09%	11,99%	6,48%	6,36%

Nyní tedy můžeme přistoupit ke stanovení váženého průměrného nákladu na cizí kapitál. O vývoji průměrných nákladů dluhu nás informuje tabulka (Tab. 27). Vidíme, že tendence nákladů dluhu je rostoucí, přesto však je jejich výše stále relativně přijatelná.

*Tab. 27 Průměrné náklady dluhu [Vlastní zpracování]*

(v tis. Kč)	2004	2005	2006	2007	2008
Bankovní úvěry (poč. roku)	1 038 205	2 664 698	2 404 741	2 060 519	2 341 244
Leasing (poč. roku)	1 274	14 225	9 658	27 062	26 731
<i>Suma cizích zdrojů</i>	<i>1 039 479</i>	<i>2 678 923</i>	<i>2 414 399</i>	<i>2 087 581</i>	<i>2 367 975</i>
Náklady na bankovní úvěr	1,73%	2,26%	3,43%	4,11%	4,33%
Náklady na leasing	3,82%	4,09%	11,99%	6,48%	6,36%
Průměrné náklady dluhu (Nck)	1,73%	2,27%	3,46%	4,14%	4,36%

### 6.1.3.2 Stanovení nákladů na vlastní kapitál

Z možných metod odvození nákladů na vlastní kapitál nebudu aplikovat dividendový model, protože společnost není veřejně obchodovatelná. Protože nemám k dispozici přesnou výši úroků bankovních úvěrů, nebudu se dále zabývat ani odvozením nákladů na vlastní kapitál z nákladů na cizí kapitál.

#### 1) Metoda CAPM

První metodou, která se nám nabízí k výpočtu nákladů na vlastní kapitál, je metoda CAPM. K získání hodnoty vlastního kapitálu musíme nejdříve určit hodnoty bezrizikové úrokové míry, hodnoty koeficientu  $\beta$  a rizikovou prémii. Bezrizikovou úrokovou míru zveřejňuje MPO ČR na svých internetových stránkách. Hodnoty  $\beta$  koeficientu a rizikovou prémii jsou čerpány z oficiálních stránek profesora Damodarana. Podrobnější informace o samotném výpočtu uvádím v příloze (P IV).

Tab. 28 Výpočet nákladů na kapitál pomocí CAPM [Vlastní zpracování]

	2004	2005	2006	2007	2008
rf	4,80%	3,53%	3,77%	4,28%	4,55%
Nezadlužená B	0,63	0,68	0,85	0,85	0,85
Zadlužená B	0,83	1,21	1,43	1,36	1,46
Riziková premie	6,04%	5,70%	5,96%	5,86%	7,10%
$r_e$	9,84%	10,43%	12,32%	12,25%	14,95%

#### 2) Odhad nákladů pomocí průměrné rentability odvětví

Výhoda této metody spočívá ve snadné přístupnosti získat vstupní údaje. Nevýhodou je pak možná daňová optimalizace, která zkresluje vypovídací schopnost údajů.

Tab. 29 Průměrná rentabilita odvětví [Vlastní zpracování]

	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Průměrná rentabilita odvětví</b>	15,09%	12,48%	9,37%	15,87%	16,43%

#### 3) Stavebnicový model

V případě stavebnicového modelu využiji k výpočtu Benchmarkingový diagnostický systém indikátorů INFA nabízený k použití Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR na svých internetových stránkách.

Tab. 30 Odvození nákladů na vlastní kapitál pomocí stavebnicové metody [22]

	2004	2005	2006	2007	2008
Bezriziková sazba rf	4,80%	3,53%	3,77%	4,28%	4,55%
rLA	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
rPOD	1,82%	2,10%	9,21%	2,41%	3,10%
rfin stab	0,58%	0,24%	3,81%	0,00%	9,19%
rřistru	5,60%	2,28%	8,85%	1,37%	10,00%
<b>r<sub>e</sub></b>	<b>12,80%</b>	<b>8,14%</b>	<b>25,63%</b>	<b>8,06%</b>	<b>26,41%</b>

Nyní máme zjištěny jak náklady na cizí, tak i na vlastní kapitál, a proto můžeme přejít k samotnému výpočtu WACC neboli vážených průměrných nákladů na kapitál. Pro účely výpočtu jsem za náklady vlastního kapitálu dosadila průměrnou hodnotu výsledků jednotlivých metod výpočtu nákladů na vlastní kapitál získanou váženým aritmetickým průměrem (váha 1 u každé metody). Důvodem jsou výraznější odchylky získaných hodnot dle jednotlivých metod. Náklady cizího kapitálu jsou pak průměrnými náklady dluhu.

Tab. 31 Stanovení WACC [Vlastní zpracování]

	2004	2005	2006	2007	2008
Nvk	12,58%	10,35%	15,77%	12,06%	19,26%
Nck	1,73%	2,27%	3,46%	4,14%	4,36%
VK/C	68,98%	48,70%	52,51%	55,90%	52,20%
CK/C	31,02%	51,30%	47,49%	44,10%	47,80%
<b>WACC</b>	<b>9,21%</b>	<b>6,20%</b>	<b>9,93%</b>	<b>8,57%</b>	<b>12,14%</b>

Vidíme, že hodnoty WACC byly relativně kolísavého charakteru s nejvyšším nárůstem v posledním roce, přesto zde však nespátřujeme výraznější odchylky. Společnost XYZ pracuje s poměrně vysokými náklady na vlastní kapitál, což je dáno jednak vyšším poměrem vlastního kapitálu na celkovém kapitálu, ale také zvýšenou zadlužeností firmy, která se tak pro věřitele stává rizikovější, což se projevuje vyšší požadovanou výnosností. Z hlediska nákladů na cizí kapitál umí společnost pracovat s poměrně nízkými náklady dluhu, ale vzhledem k rostoucímu trendu společnosti vyšší zadlužování nedoporučuji.

#### 6.1.4 Výpočet EVA

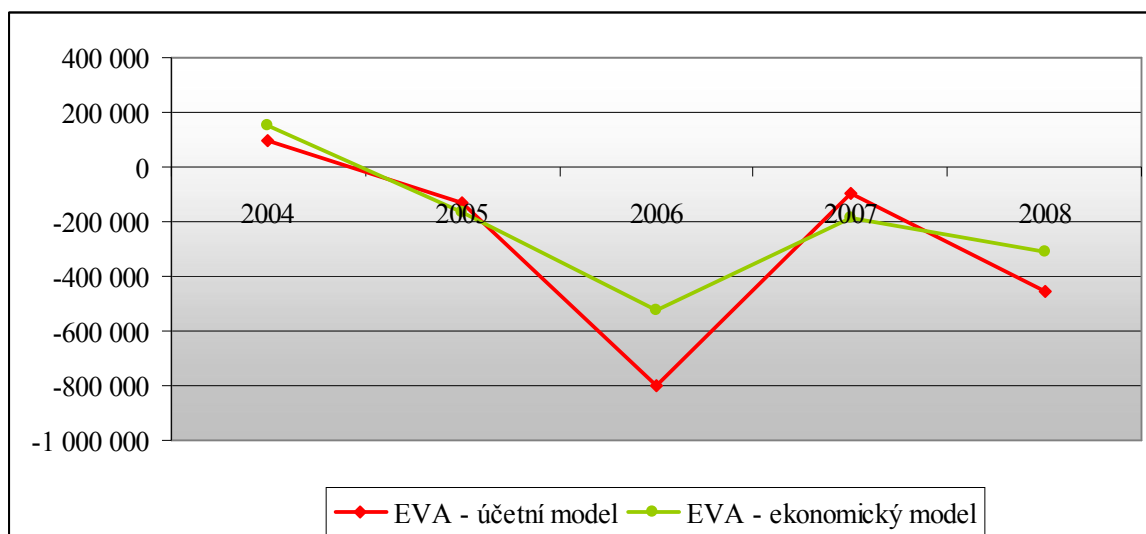
Níže uvedené tabulky (Tab. 32) a (Tab. 33) uvádějí vývoj ekonomické přidané hodnoty podle ekonomického a pro porovnání i účetního modelu. Názorné srovnání obou přístupů demonstruje Graf 7. EVA dle ekonomického modelu vychází ze vztahu  $EVA = (RONA - WAC) \cdot C$ . Pro výpočet EVA v účetním modelu jsem použila vztah  $EVA = (ROE - r_e) \cdot VK$ .

Tab. 32 EVA – ekonomický model [Vlastní zpracování]

	2004	2005	2006	2007	2008
NOPAT (v tis. Kč)	461 295	154 994	-18 576	217 927	294 296
NOA - poč. období (v tis. Kč)	3 350 931	5 221 949	5 083 629	4 733 737	4 954 378
WACC	9,21%	6,20%	9,93%	8,57%	12,14%
EVA (v tis. Kč)	152 585	-168 845	-523 203	-187 608	-307 082

Tab. 33 EVA – účetní model [Vlastní zpracování]

	2004	2005	2006	2007	2008
ROE	16,60%	3,55%	-3,29%	4,59%	8,24%
re	12,80%	8,14%	25,63%	8,06%	26,41%
VK (v tis. Kč)	2 630 765	2 804 166	2 771 946	2 742 318	2 513 870
EVA (v tis. Kč)	99 901	-128 728	-801 591	-95 024	-456 714



Obr. 10 Porovnání vývoje EVA dle účetního a ekonomického modelu [Vlastní zpracování]

Výpočty podle obou modelů se shodují v tom, že podnik přispěl svými aktivitami ke zvýšení hodnoty vložených prostředků pro své společníky pouze v roce 2004, v ostatních letech se pohybovala ekonomická přidaná hodnota v záporných číslech. Podle účetního modelu bylo kladné hodnoty dosaženo převýšením rentability vlastního kapitálu nad alternativním nákladem na kapitál. Zajímavé je, že firma byla vyjma roku 2006 zisková a přesto se ukazatel EVA vyskytoval se záporným znaménkem. Z uvedeného plyne, že ziskovost podniku ještě neznamená, že podnik dokáže úspěšně zhodnotit své aktivity. V jakých oblastech by se spo-

lečnost měla zlepšit, resp. jaké faktory mají největší vliv na výslednou hodnotu EVA a jakými cestami lze zajistit tvorbu hodnoty, budu zjišťovat v další kapitole.

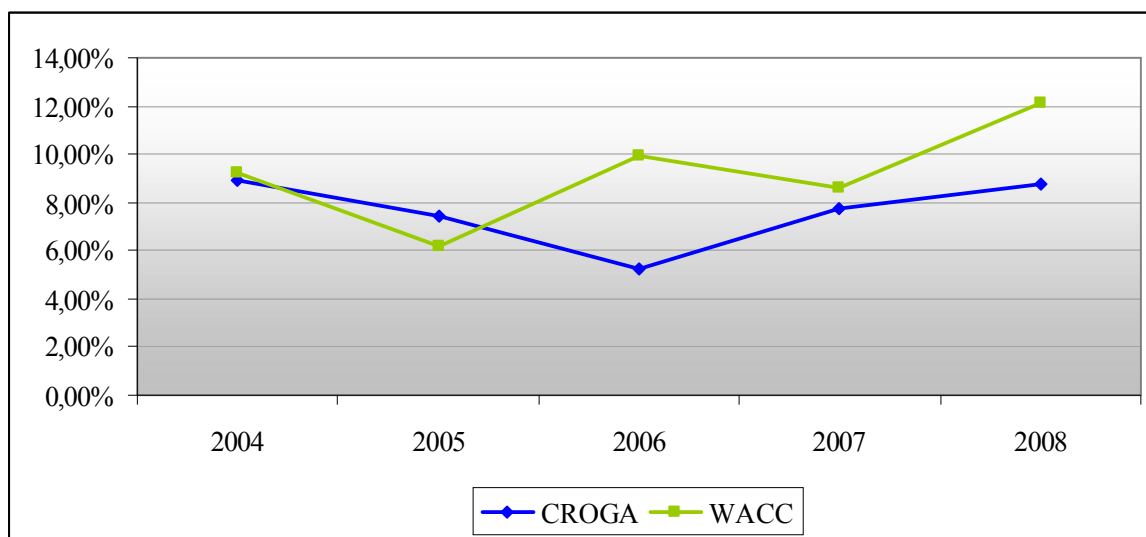
## 6.2 Výpočet ukazatele CROGA

Nyní zhodnotím výkonnost podniku XYZ také pomocí ukazatele hotovostní rentability hrubých aktiv. Nejdříve je nutné stanovit hodnotu provozního cash flow po zdanění (OATCF), kterou získám sečtením operativního zisku s odpisy. Hrubá aktiva (GA) pak představují součet stálých aktiv v pořizovacích hodnotách a pracovního kapitálu. Vydělením těchto dvou položek dosáhneme výsledných hodnot CROGA v jednotlivých letech, jež jsou uvedeny v tabulce (Tab. 34).

Jelikož je CROGA poměřována s WACC, do tabulky jsem zahrnula rovněž hodnoty vážených průměrných nákladů na kapitál. Pro názornou interpretaci uvádím také obrázek (Obr. 11).

Tab. 34 Výpočet ukazatele CROGA [Vlastní zpracování]

	2004	2005	2006	2007	2008
OATCF (v tis. Kč)	711 665	558 523	398 240	653 179	745 637
GA (v tis. Kč)	8 001 467	7 489 829	7 599 097	8 446 737	8 538 571
<b>CROGA</b>	<b>8,89%</b>	<b>7,46%</b>	<b>5,24%</b>	<b>7,73%</b>	<b>8,73%</b>
<b>WACC</b>	<b>9,21%</b>	<b>6,20%</b>	<b>9,93%</b>	<b>8,57%</b>	<b>12,14%</b>



Obr. 11 Srovnání vývoje CROGA s WACC v období 2004 – 2008 [Vlastní zpracování]

Z tabulky i grafu je patrné, že dle ukazatele CROGA vytvořila společnost hodnotu pro vlastníky pouze v roce 2005, jelikož v tomto roce převýšila hodnota hotovostní rentability hrubých aktiv WACC. Zajímavé je také srovnání s výsledky ekonomické přidané hodnoty, která nám ukázala, že společnost tvořila hodnotu pouze v roce 2004. Odlišnost výsledků je dána úpravami účetních údajů.

## 7 PROJEKT PROPOJENÍ KONCEPTŮ EVA A BSC

Společnost XYZ v současné době využívá z moderních metod koncept Balanced Scorecard, ovšem pouze na úrovni controllingu. Přesto i tento přístup umožňuje podniku efektivně sledovat, měřit a dosahovat stanovených podnikových cílů vedoucích ke konečnému naplnění strategie podniku.

Hodnotově orientovaný přístup umožňuje sledovat vývoj podniku z hlediska jeho finanční situace. Využití pouze finančních ukazatelů však nemusí být pro firmu postačující, neboť pomocí čistě finančních ukazatelů nelze popsat veškeré podnikové procesy vedoucí k úspěchu. To je důvodem, proč se jeví jako velmi výhodné zkombinovat koncept EVA a Balanced Scorecard, jakožto silného finančního ukazatele se systémem nefinančních měřítek.

Jak již bylo zmíněno, hlavní idea konceptu spočívá v orientaci podniku na tvorbu hodnoty, v našem případě měřenou ekonomickou přidanou hodnotou. Hodnota podniku dle EVA udává tedy základní smysl, z něž pak vychází vlastní strategie BSC, resp. jednotlivé strategické cíle.

Zatímco EVA umožní vedení podniku získat přehled o tom, jaké finanční faktory skutečně ovlivňují dlouhodobou tvorbu hodnoty, koncept BSC napomůže zaměřit se na ostatní podnikové procesy nezbytné pro dosažení požadovaných dlouhodobých finančních výsledků. Současně tedy tak dochází k propojení strategických a operativních cílů organizace na všech podnikových úrovních.

### 7.1 Stanovení vize podniku

Snahou společnosti je udržet vedoucí postavení v dodávkách jednak pro Evropský trh, ale v současnosti se firma zaměřuje také na budování globální pozice na trzích v Americe či Rusku. Primárním záměrem je tedy vytvoření silné globální pozice na trhu.

V čele zájmu společnosti stojí rovněž neustálé zlepšování sortimentu s cílem zajištění vyšší přidané hodnoty pro zákazníky, zvyšování kompetentnosti zákaznického a logistického servisu. Růst ziskovosti má být zajištěn trvalým procesem zvyšování produktivity, jakosti, cenové politiky a optimálním využíváním výrobních kapacit.

V neposlední řadě firma usiluje o zajištění kvalitních a motivovaných pracovníků, neboť si je vědoma toho, že kvalitní lidský kapitál je zárukou požadované produktivity.



Z výše uvedeného vyplývá, že společnost chce mít do budoucna zajištěnu úspěšnost, kde klíčovými faktory úspěchu a zároveň hlavní posláním firmy jsou kvalitní produkty či poskytované služby, orientace na trh a zákazníky. Na základě těchto faktorů může společnost dosáhnout konkurenceschopnosti, zajištění výnosů potřebných k získání zdrojů, díky kterým může realizovat strategii směřující k tvorbě a růstu hodnoty. Při analýze ekonomické přidané hodnoty jsme se ovšem mohli přesvědčit, že ačkoliv je firma na první pohled úspěšná a zisková, má s tvorbou hodnoty značné problémy. Proto bych společnosti doporučila propojit BSC s EVA a zařadit tento silný finanční ukazatel EVA na pozici vrcholového ukazatele v oblasti finanční perspektivy, neboť právě toto měřítko umožní identifikaci faktorů, které mají vliv na hodnotu podniku. Navíc tím, že bude sledován vliv na EVA také nefinančními ukazateli, se značně zvýší efektivita obou přístupů.

V následující části se budu zabývat propojením těchto konceptů. Nejdříve je zapotřebí zjistit, jaké faktory mají klíčový vliv na tvorbu EVA.

## 7.2 Identifikace faktorů majících vliv na ekonomickou přidanou hodnotu

Abych mohla odhalit, jaké faktory mají vliv na výslednou hodnotu ekonomické přidané hodnoty, rozložím tento ukazatel na jeho jednotlivé dílčí ukazatele pomocí pyramidového rozkladu. Rozklad ukazatele EVA je proveden za roky 2007 a 2008, přičemž u každého komponentu je sledován přírůstek či úbytek v tomto období. Na základě zjištěných rozdílů pak určím, zda tyto změny v konečném dopadu přispívají k tvorbě hodnoty či nikoliv. Pyramidový rozklad ukazatele EVA je obsahem přílohy (P V) .

Jak ukazuje obrázek (Obr. 12), firma ve sledovaných dvou letech netvořila hodnotu pro vlastníky a dokonce došlo v meziobdobí ke značenému snížení hodnoty. Nyní se tedy pokusím zjistit, jaké činitele měly na tomto snížení největší podíl. Vidíme, že rozklad vychází z námi známého vztahu  $EVA = (RONA - WACC) * C$ , neboli z tzv. spreadu násobeného investovaným kapitálem a tyto položky lze považovat za základní prvky působící na tvorbu hodnoty. Rentabilita investovaného kapitálu by měla pozitivní vliv na tvorbu hodnoty, ovšem pouze za předpokladu, že by WACC nepřevýšily hodnotu tohoto ukazatele, což se ovšem nestalo. Nárůst WACC způsobil pokles spreadu, jenž tedy v konečném důsledku negativně ovlivnil vrcholový ukazatel. Vliv investovaného kapitálu se odvíjí od hodnoty

spreadu, a protože ten dosahoval záporné hodnoty, zvýšení C přispělo ke zhoršené tvorbě EVA.

<b>EVA</b>		=	<b>EVA</b>	
-187608	-307082		rok 2007	rok 2008
- 119 474			Vliv na EVA	
<b>RONA - WACC</b>		=	<b>C (NOA)</b>	
-3,97 %	-6,2 %		4 733 737	4 954 378
-			-	
<b>RONA</b>		-	<b>WACC</b>	
4,60 %	5,94 %		8,57 %	12,14 %
+			-	

Obr. 12 Rozklad EVA [Vlastní zpracování]

Rentabilita investovaného kapitálu je ovlivněna ziskovou marží a obratovostí investovaného kapitálu. Zkrácený rozklad demonstruje obrázek (Obr.13), podrobněji je rozveden v příloze.

<b>RONA</b>						
4,60 %	5,94 %					
+						
<b>NOPAT / Tržby</b>		*	<b>Tržby / C</b>			
2,96 %	3,98 %		1,49	1,54		
+			+			
			<b>Tržby</b>	/	<b>C (NOA)</b>	
			7 374 479	7 389 706	4 954 378	4 786 408
			+		+	

Obr. 13 Rozklad RONA [Vlastní zpracování]

Jak zisková marže, tak i obratovost kapitálu působily pozitivně na rentabilitu investovaného kapitálu. Největším přínosem pro růst ziskové marže byl zvýšený podíl přidané hodnoty na tržbách a převýšení ostatních výnosů nad ostatní náklady v posledním roce, čímž podíl na tržbách vzrostl. Naopak negativně ovlivnil tento ukazatel rostoucí podíl osobních nákladů a odpisů na tržbách.

Z hlediska obratovosti investovaného kapitálu přispěl ke kladnému vlivu na ukazatel EVA nárůst tržeb a to i přes nepříznivou ekonomickou situaci a dále pokles kapitálu v posledním



tože ukazatel zadluženosti v posledních letech vykázal rostoucí trend. Pokud ovšem společnost dokáže cizí kapitál v budoucnu efektivně zhodnotit, nemusela by hrát oblast zadluženosti významnou roli.

Dále můžeme sledovat negativní vliv zásob a pohledávek na výši pracovního kapitálu. Valnou část zásob tvoří především výrobky a materiál. Tyto by společnost měla skladovat co nejkratší dobu v souvislosti s co nejvyšší prodejností produktů a jejich rychlému úbytku. Materiál je potřeba udržovat v takové výši, aby nebyla narušena plynulost výroby. Na druhou stranu si však firma mohla vytvořit zásoby materiálu do budoucna vzhledem k nepříznivému vývoji cen surovin, proto je zde obtížné určit, jestli je tato položka zásob na optimální úrovni či nikoliv.

Co se týká pohledávek, firma má nastavenou dobu splatnosti na 60 dní. Z finanční analýzy ovšem vyplynulo, že dodržovat toto časové rozmezí se odběratelům nedaří. Vzhledem k tomu, že společnost převážně exportuje, vhodným řešením, jak optimalizovat zmíněné položky, by mohlo být vybudování nových odbytových kanálů. Prostřednictvím nových logistických řetězců by došlo k zabezpečení pravidelného odběru sortimentu, což by vedlo např. k úspoře provozních nákladů na skladování. Zkrátily by se také lhůty dodání výrobků k zákazníkům, což by se odrazilo v kratší době splatnosti pohledávek.

Dalším klíčovým faktorem, který rovněž negativně ovlivnil výši EVA, jsou osobní náklady. Rostoucí mzdy by měly být doprovázeny vyšší produktivitou práce. Firma by měla zvážit, zda je ohodnocení pracovníků odpovídající a případně se snažit snížit osobní náklady kompenzací nefinančních zaměstnaneckých výhod.

Na základě těchto faktorů, ale také s přihlédnutím k hlavní vizi podniku, a to dosáhnout maximalizace hodnoty jak pro vlastníka, tak i pro zákazníka, navrhuji pro další období následující strategická témata:

- Modernizovat strategický sortiment,
- vybudovat nové prodejní kanály,
- zvýšit kvalifikaci zaměstnanců.

Zvolená strategie se musí zákonitě promítnout také do výkonnosti podniku. V tabulce (Tab. 35) jsou zachyceny vlivy strategií na výkonnost podniku. Zároveň jsou zde uvedeny také faktory ekonomické přidané hodnoty, které budou zvolenou strategií ovlivněny.

Tab. 35 Vliv strategie na výkonnost podniku [Vlastní zpracování]

Strategické téma	Vliv na výkonnost
<b>Modernizovat strategický sortiment</b>	
<i>Moderní technologie</i>	<i>růst DM</i>
<i>Vyšší technologická náročnost</i>	<i>růst odpisy/tržby</i>
<i>Nové technologické postupy</i>	<i>růst nákladů na výzkum a vývoj</i>
<i>Zvýšené požadavky na znalosti zaměstnanců</i>	<i>růst Os. N/T</i>
<i>Vyšší náklady na pracovní sílu</i>	<i>růst Os. N/T</i>
<i>Vyšší kapitálová náročnost</i>	<i>růst CK</i>
<b>Vybudovat nové prodejní kanály</b>	
<i>Vyšší objem produkce</i>	<i>růst tržeb</i>
<i>Úspora nákladů</i>	<i>snížení provozních nákladů</i>
<i>Zvýšení výrobní kapacity</i>	<i>nárůst pracovního kapitálu</i>
<b>Zvýšit kvalifikaci zaměstnanců</b>	
<i>Vzdělávací kurzy</i>	<i>růst nákladů (služby)</i>

Základní strategie podniku byla stanovena a nyní přejdeme k jejímu rozvedení. Zpočátku je nutné identifikovat strategické cíle v jednotlivých perspektivách konceptu BSC.

## 7.4 Balanced Scorecard

Jelikož jsem doporučila začlenit tvorbu ekonomické přidané hodnoty do finanční perspektivy na pozici primárního dlouhodobého cíle, je nutno stanovit takové strategické cíle jednotlivých perspektiv, které budou odpovídat právě tomuto přístupu a to přístupu založeném na trvalém růstu hodnoty.

### 7.4.1 Determinace strategických cílů

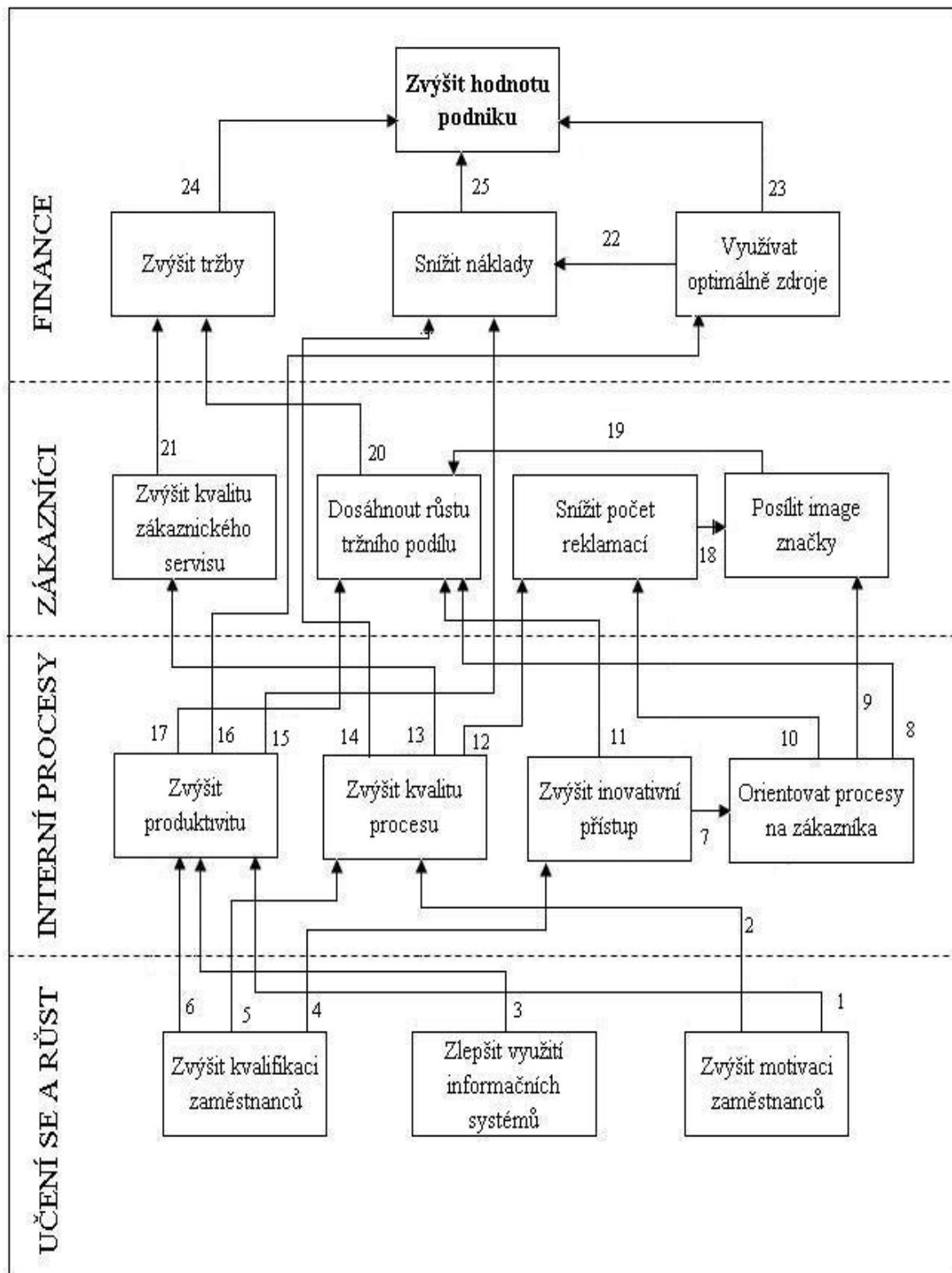
V prvním kroku vytyčím cíle finanční, které směřují k růstu hodnoty. Na jejich základě je pak potřeba zaměřit se na nefinanční cíle dotýkající se zbývajících třech perspektiv a tedy na cíle v oblasti zákazníků, interních procesů a potenciálů učení se a růstu, které by měly být zaměřeny právě na podporu permanentního zvyšování růstu hodnoty.

Na základě konzultace s vedením podniku byly navrženy tyto strategické cíle:

- Finanční perspektiva
  - Zvýšit hodnotu podniku
  - Zvýšit tržby

- Snížit náklady
- Efektivně využívat zdroje
- Zákaznická perspektiva
  - Zvýšit kvalitu zákaznického servisu
  - Dosáhnout růstu tržního podílu
  - Snížit počet reklamací
  - Posílit image značky
- Procesní perspektiva
  - Zvýšit produktivitu
  - Zvýšit kvalitu procesu
  - Zvýšit inovativní přístup
  - Orientovat procesy na zákazníka
- Perspektiva potenciálů
  - Zvýšit kvalifikaci zaměstnanců
  - Zlepšit využití informačních systémů
  - Zvýšit motivaci zaměstnanců

Cíle všech perspektiv se vzájemně propojují, existují mezi nimi vazby a příčinné souvislosti. Strategicky významné vztahy znázorněné řetězcem příčin a následků zachycuje obrázek (Obr. 15). Analýza vztahů příčin a následků, tzv. strategická mapa, vychází z podnikové strategie a vede k hlavnímu záměru firmy – tvorbě a růst podnikové hodnoty, vyjádřeným ukazatelem EVA. Ke každé vazbě jsem přiřadila číselné označení, které následně usnadní jednoznačně formulovat strategii.



Obr. 15 Strategická mapa [Vlastní zpracování]

Základními stavebními kameny pro naplnění strategie podniku jsou perspektivy učení se a růstu a interních podnikových procesů, kde jsou soustředěny důležité faktory současného i budoucího úspěchu. Bez technologií, schopností a dovedností pracovníků by podnik těžko dosáhl dlouhodobého úspěchu. Vysoká technologická náročnost gumárenské výroby vyžaduje zvýšené požadavky na odborné znalosti zaměstnanců. Zvýšení kvalifikace pracovníka vzděláním a obohacením o nové zkušenosti zcela jistě povede i k nárůstu produktivity práce (6). Vyšší produktivita pak zaručí optimální využití zdrojů (16). V oblasti interních procesů se také vyšší kvalifikace pracovníků promítne v kvalitnějším výrobním procesu (5) a přispěje k omezení vzniku reklamací (12), které vznikají často vlivem nezkušeností či neodborných znalostí, jejichž následkem je snížená jakost produktu či vznik vadných a nepoužitelných výrobků. Znalí pracovníci mohou také přispět svými návrhy, jak zlepšit stávající sortiment a podílet se tak na zvýšeném inovativním přístupu (4). Růst produktivity je dále podmíněn efektivnějším využitím informačních systémů (3) a také zvýšenou motivací pracovníků (1), neboť čím více je pracovník motivovaný, tím zpravidla roste jeho produktivita. Motivovaný pracovník se stává více zainteresovaným na podnikových procesech a ve snaze odvést odpovídající pracovní výsledky tak přispěje k jejich zkvalitnění (2).

V současné době je pro podnik velmi důležité, aby dokázal uspokojit potřeby zákazníka a pružně reagoval na měnící se požadavky a to např. v souvislosti s modernizací a zvyšováním výkonu zemědělské techniky či šetrnosti k životnímu prostředí. Toho nelze dosáhnout bez inovace a to nejen produktů, ale i vnitřních procesů. Inovativní přístup tedy podporuje zaměřit procesy na zákazníka (7). Jsou-li procesy podniku zaměřeny na zákazníka a konečný spotřebitel je s komplexními službami podniku spokojen (10), obojí napomůže k posílení pověsti podniku (9, 18), neboť spokojenost zákazníka je klíčovým faktorem úspěchu. Zákazník upřednostní takovou značku, která je svázána s dobrou pověstí a kvalitou. A právě vysoká image podniku (resp. značky) umožní získávat nové a nové zákazníky a dosáhnout tak růstu tržního podílu (19). K vyššímu podílu na trhu přispěje mimo jiné také zvýšení produktivity (17), realizace inovací (11) či právě zaměření procesů na zákaznické potřeby (8).

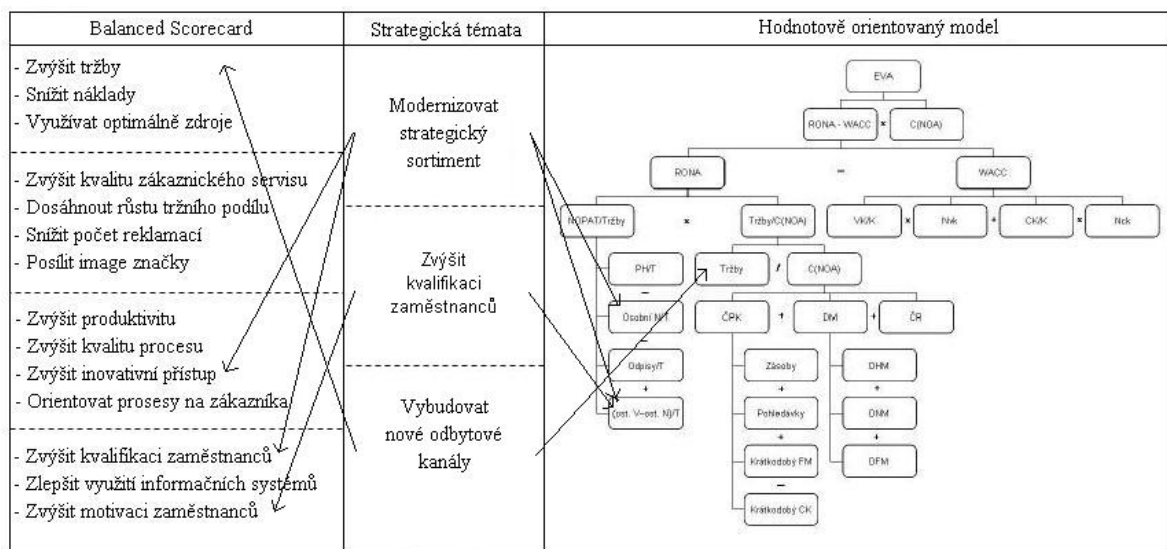
Růst kvality zákaznického servisu (21), podporovaný kvalitními interními procesy (13), a zvětšování tržního podílu (20) povede k vyššímu generování příjmů společnosti. Snížení



nákladů bude dosaženo kvalitními procesy (14) a vyšší produktivitou (15) současně s optimálním využíváním zdrojů (22).

Finálního naplnění hlavního strategického cíle a to tvorbě hodnoty bude dosaženo růstem tržeb (24), snížením nákladů (25) a efektivním využitím zdrojů (23).

Strategická mapa nám sice umožní vidět zřetelné vzájemné vazby jednotlivých strategických cílů, ovšem nabízí se nám ještě podrobnější náhled na tento ucelený systém. Vraťme se nyní k rozkladu ukazatele ekonomické přidané hodnoty, jenž byl proveden v kapitole 7.2. Zde byly identifikovány finanční parametry mající vliv na tvorbu EVA a pokud tyto spojíme se strategickými cíli a tématy, získáme o funkčnosti BSC s EVA ještě detailnější přehled. Náhorné spojení vybraných cílů a měřítek s hodnotovou orientací podniku zachycuje obrázek (Obr. 16).



Obr. 16 Provázanost strategického modelu s hodnotově orientovaným modelem [Vlastní zpracování]

### 7.4.2 Přiřazení měřítek ke strategickým cílům

Neméně důležité jako určení jednotlivých strategických cílů, je také přesné vymezení měřítek BSC. Měřítka výkonnosti musejí být navržena tak, aby byla vhodně propojena se strategickými cíli společnosti. Je důležité sestavit taková měřítka, která budou mít správnou vypovídací schopnost z hlediska vývoje hodnoty. Abychom mohli považovat strategické cíle jako kompletně definované, musí být nastavena také jejich cílová hodnota.

Navrhované strategické cíle a měřítka s cílovými hodnotami pokrývajícími období 5ti let jsem konzultovala s vedením společnosti XYZ. Jejich přehled uvádí tabulka (Tab. 36).

Tab. 36 Cíle a měřítka BSC, společnost XYZ [Vlastní zpracování]

	Strategický cíl	Měřítka	Jednotka	Skutečný stav	Cílový stav (5 let)
FINANCE	Zvýšit hodnotu podniku	EVA	tis. Kč	- 307 082	153 230
	Zvýšit tržby	Růst tržeb	%	7 389 706	8 128 677
	Snížit náklady	N/kg	%	89	84
	Optimálně využívat zdroje	Doba splatnosti pohledávek	dny	118	60
		Doba splatnosti závazků	dny	72	90
ZÁKAZNÍCI	Zvýšit kvalitu zákaznického servisu	Obrat nových zákazníků/celkový obrat	%	0	10
	Dosahovat růstu tržního podílu	Objem prodaných produktů	tis. ks	1509	1690
	Snížit počet reklamací	Náklady na reklama-ce/obrat	%	0,19	0,18
	Posílit image značky	Počet účastí na gumárenských veletrzích	počet	3	6
INTERNÍ PROCESY	Zvýšit produktivitu	Osobní náklady/obrat	%	12,38	10,5
	Orientovat procesy na zákazníka	Procento plnění dodávek na zákazníka	%	90	91
	Zvýšit inovativní přístup	Počet navrhovaných zlepšovacích návrhů	ks	150	173
	Zvýšit kvalitu procesu	Náklady na vadnou výrobu/obrat	%	2,25	1,95
UČENÍ SE A RŮST	Zlepšit využití informačních systémů	Využití ERP	%	76	84
	Zvýšit motivaci zaměstnanců	Index spokojenosti (hodnotová škála (0-120))	Index-body	68	99
	Zvýšit kvalifikaci zaměstnanců	Procento certifikovaných zaměstnanců na výrobní proces	%	34	58

## 7.5 Hodnocení strategických akcí

K naplnění strategického cíle nestačí pouze stanovit měřítka, která mají být sledována. Je nutné vymezit také činnosti a opatření (strategické akce), které napomohou k realizaci těchto cílů. Strategické cíle a strategické akce jsou na první pohled dva odlišné pojmy, přesto se však za určitých okolností mohou jevit jako zdánlivě shodné. Často příliš

konkretizované strategické cíle představují přímo strategické akce. V následující části se budu zabývat jednotlivými strategickými cíli a návrhem cest k jejich dosažení.

### **7.5.1 Finanční perspektiva**

Cíle ve finanční perspektivě se stávají jakýmsi ústředním bodem, do kterého směřují cíle a měřítka ostatních perspektiv. Na základě finančních měřítek podnik vidí, zda realizace podnikové strategie vedla k zásadnímu zlepšení.

#### **1. Zvýšit hodnotu podniku**

Hlavní vizí společnosti se stává zajištění tvorby hodnoty, která je sledována ukazatelem ekonomické přidané hodnoty vyjádřeným na základě ekonomického modelu. V průběhu analyzovaných let se tento cíl společnosti nedařil naplnit. Postupným rozbořením dílčích strategických cílů a vlivů zjistíme, jakým způsobem zvýšené hodnoty pro podnik dosáhnout.

#### **2. Zvýšit tržby**

Růst tržeb pozitivně ovlivňuje rentabilitu investovaného kapitálu a v důsledku i EVA. Společnost generuje tržby především z prodeje vlastních výrobků a služeb. V souvislosti s hlavním předmětem činnosti společnosti je vývoj tržeb značně závislý na situaci ve stavebním průmyslu a především pak v zemědělství, kam směřuje 65 % produkce. Vlivem hospodářské krize došlo k 30% propadu dodávek pro stavební průmysl, dodávky pro sektor zemědělské techniky vykázaly mírný nárůst, ovšem do budoucna, než dojde k postupnému oživení ekonomiky, firma musí počítat u těchto segmentů spíše s útlumem. Společnost bude směřovat veškerou činnost k tomu, aby v horizontu 5ti let dosáhly tržby 10% nárůstu.

Vhodným opatřením pro růst obrátu se jeví hledání nových odbytových teritorií, získání nových zákazníků a především dlouhodobých zakázek, které zajistí určitou úroveň tržeb i do budoucna. Tento strategický cíl je úzce propojen s cíli perspektivy zákazníků, kterým se budu podrobněji věnovat v následující části.

Další možností jak zvýšit tržby je nastavení nové cenové politiky. Samozřejmě ceny produktů jsou spjaty s vývojem cen gumárenských surovin, vývojem kurzu a ostatními náklady. Zvýšením cen produktů povede sice k vyššímu obrátu, zde je ovšem potřeba myslet také na ohrožení ze strany levné zahraniční konkurence. Proto by společnost měla stanovit takové ceny výrobků, které pokryjí náklady, ale nezpůsobí odliv stávajících nebo potenciálních zákazníků, případně provést analýzu odběratelů a zvýšit ceny nerentabilním odběratelům.

### 3. Snížit náklady

Každý podnik, který se snaží o udržení dobré pozice na trhu, musí usilovat o dosažení minimálních nákladů. Realizace tohoto strategického cíle má pozitivní vliv nejen na celkovou ziskovost firmy, ale také přispívá k tvorbě hodnoty. Významnou položku ve struktuře nákladů společnosti tvoří výkonová spotřeba, což vyplývá z výrobní povahy firmy. Není reálné, že by mohla společnost ovlivnit ceny energií, ale může redukovat provozní náklady na materiál, energie a služby např. úsporou. Vhodnou strategickou akcí se jeví zkvalitnění procesů. To znamená, že se firma zaměří zejména na omezení vzniku vadných výrobků a zabrání tak ztrátám s nimi souvisejících. Další možností je přehodnocení vztahů s dodavateli a porovnání nabízených služeb s jinými, kteří by mohli firmě poskytnout výhodnější podmínky, např. na odběr energie apod., nebo redukce administrativních, prodejních či režijních nákladů.

Jiná položka nákladů, jež se na celkových nákladech podílí 10 %, jsou osobní náklady. Snahou firmy je zvýšit produktivitu z 12,34 % na 10,5 %. Toho lze docílit snížením personálního obsazení, efektivnějším využitím systémů, odstraněním víceprací aj, což povede ke zvýšené produktivitě a v důsledku ke snížení nákladů.

### 4. Optimálně využívat zdroje

Kladný vliv na tvorbu hodnoty má optimální či zvýšené využití podnikových zdrojů. Jedná se především o efektivní využití pracovního kapitálu, resp. o co nejkratší pracovní cyklus. Kapitál je v podniku vázán v zásobách od okamžiku nákupu do prodeje výrobků a od toho se odvíjí délka splatnosti závazků a pohledávek. Pokud firma přizpůsobí stavy zásob konečným prodejům, co nejrychleji vyinkasuje platby od odběratelů a sjedná výhodné termíny s dodavateli, může kapitál získávat a nikoliv spotřebovávat. Dosažení cílových stavů u splatnosti pohledávek a závazků může být zprostředkováno využitím rabatové politiky, včasným napomenutím odběratelů či odkladem plateb závazků. Zde ovšem záleží na toleranci dodavatelů.

### 7.5.2 Zákaznická perspektiva

V této oblasti směřují všechny činnosti podniku k uspokojení potřeb zákazníka s cílem stát se výhradním dodavatelem a jedničkou ve svém oboru.

#### 1. Zvýšit kvalitu zákaznického servisu

Rozhodujícím měřítkem odrážejícím výsledky činnosti firmy je spokojený zákazník, který je důkazem poskytovaných kvalitních služeb. Firma si klade za cíl neustále zkvalitňovat poskytovaný servis. Trvale zaručená jakost servisu je postavena na dosažení kvalitních podnikových procesů. Firma může zlepšit stávající zákaznický servis rozvojem flexibilnějšího zákaznického servisu, vhodně informovanými a motivovanými zaměstnanci, včasným informování zákazníků o nových produktech či službách, což v důsledku povede i k získání nových zákazníků, zvýšené konkurenceschopnosti a následně i vyššímu obratu.

#### 2. Dosáhnout růstu tržního podílu

Strategický cíl dosáhnout růstu tržního podílu téměř shodně kopíruje požadavek na růst tržeb. Firma usiluje do budoucna navýšit tržní podíl o 12 %. Činnost firmy by se v tomto směru měla ubírat k investicím do nových, případně rozšíření stávajících kapacit, které by mohly vytvořit prostor pro nové dlouhodobé smluvní vztahy. Samozřejmě musí firma také včasně reflektovat na požadavky trhu, nacházet nová odbytiště a posilovat důvěru zákazníků ve svou vlastní image podniku.

#### 3. Snížit počet reklamací

Vznik reklamace není jak pro firmu, tak pro zákazníka příjemnou skutečností a spolehlivost obchodu se jistě odrazí také na celkovém dojmu firmy. Na kvalitu výrobku má vliv mnoho faktorů jako je dodržení zásad výrobního procesu, strojní vybavení či lidský faktor. Především vzniku reklamace se dá samozřejmě prevencí a to pomocí zajištění odborného růstu pracovníků, pravidelných školení. Pracovníci v průběhu výroby musí sledovat kritická místa, kde dochází k poškození a důkladně dodržovat systémy průběžných a následných kontrol.

#### 4. Posílit image značky

Pokud budou firmě uděleny jen kladné recenze a to ať v souvislosti s kvalitními bezvadnými produkty, spolehlivým obchodem či rychlým vyřízením požadavků zákazníka, dojde k posílení značky podniku. Vhodnou činností firmy, jak se dostat do podvědomí zákazníků, je tvorba reklamy, produktových katalogů, nebo aktivní účast na gumárenských veletrzích.

Cílem firmy je zvýšit účast na gumárenských veletrzích o 50 %. Důležitá je také inovace, protože zaujetí potenciálních odběratelů novými produkty na veletrhu pro firmu znamená rozšíření zákaznického segmentu. Image značky posiluje také činnost firmy v oblasti environmentálního prostředí.

### **7.5.3 Perspektiva interních procesů**

Má-li být dosaženo cílů v zákaznické perspektivě, musejí být popsány podnikové procesy, ve kterých je potřeba dosáhnout odpovídajících výsledků.

#### **1. Zvýšit produktivitu**

Naplnění strategie společnosti úzce souvisí s oblastí řízení lidských zdrojů. Produktivita je jedním z hlavních ukazatelů výkonnosti podniku a proto je potřeba tento faktor měřit a zjišťovat, zda nedochází k významným odchylkám, které jsou překážkou dosažení stanoveného cíle a to zvýšit produktivitu, jenž v konečném důsledku povede k úspoře nákladů, zvýšení NOPAT a k tvorbě hodnoty. Tento strategický cíl je podporován cíli z oblasti učení se a růstu. Firma dosáhne zvýšení produktivity za předpokladu, že bude své zaměstnance motivovat, poskytovat jim příležitost odborně se vzdělávat, efektivně komunikovat apod. Měřítkem produktivity je podíl osobních nákladů na celkovém obratu. Redukovat osobní náklady by společnost mohla například efektivnějším využitím informačních technologií, snížením přesčasových hodin, nehmotnou motivací pracovníků či daňově zvýhodněných bonusů.

#### **2. Zvýšit kvalitu procesu**

Na zvyšování jakosti procesu klade firma XYZ stejný důraz jako na ostatní procesy zajišťující prosperitu společnosti. Dobrá kvalita provedeného díla a dodaných produktů se někdy stávají rozhodujícími podmínkami při výběrových řízeních. Firma již má zaveden integrovaný systém řízení, který umožňuje vyšší kvalitu práce, minimalizaci odpadů a hospodárné využití surovin a energie. Strategickým cílem firmy je snížit náklady na vadnou výrobu k obratu z 2,25 % na 1,95 %. Toho lze dosáhnout opět zaměřením se na lidský faktor, provádět kontrolu pracovníků a snažit se u chybujících pracovníků rozšířit schopnosti a dovednosti, případně tyto nahradit pracovníky kvalifikovanými. Nutná je také pravidelná revize strojů.

### **3. Zvýšit inovativní přístup**

Inovace produktů souvisí s potřebami zákazníků. Firma by měla zefektivnit komunikaci se zákazníky, zjišťovat jejich aktuální potřeby a na tomto základě uvažovat o inovačním řešení těchto potřeb. Inovativní přístup je měřen počtem zlepšovacích návrhů. Těch by společnost chtěla přijmout v období 5ti let o 17 % více než v současné době, tedy ze 150 návrhů na 175. Docílit toho lze pravidelnou motivací pracovníků na zlepšení stávajících produktů, hmotnými odměnami za úspěšné a realizovatelné návrhy nebo již zmiňovanou analýzou potřeb zákazníků.

### **4. Orientovat procesy na zákazníka**

Zákazník nehodnotí pouze samotnou jakost dodávek, ale také služby. Pro udržení spokojenosti zákazníka je důležité, aby byly dodávky včasné a úplné. Je logické, že nelze dosáhnout 100 % plnění dodávek, protože vždy je podnik omezen výrobní kapacitou, produktivitou pracovníků atd. Cílem firmy je navýšit procento plnění dodávek z 90 % na 91 %. Toho lze docílit především budováním nových obchodních poboček, rozšiřováním obchodní sítě, aby byl zaručen co nejefektivnější logistický proces a zkrátila se tak doba přesunu sortimentu k zákazníkovi.

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

Cíle v perspektivě učení se a růstu jsou stěžejními pro dosahování skvělých výsledků v perspektivě interních procesů, zákaznické a finanční perspektivě.

##### **1. Zvýšit kvalifikaci zaměstnanců**

S tím, jak je důležité mít ve firmě kvalifikované zaměstnance, jsme se setkali již v předchozích perspektivách, zejména v oblasti interních procesů, kde se kvalifikace stává hybnou silou pro dosažení strategických cílů této perspektivy. Zvýšením kvalifikace zaměstnanců dojde k rozvoji klíčových znalostí a dovedností a tím pádem i ke kvalitnější práci a vyšší produktivitě. Měřítkem úrovně plnění cíle je počet certifikovaných pracovníků na výrobní proces. V současné době jde o 34 % a budoucím strategickým cílem je tento podíl navýšit na 58 %. Toho lze dosáhnout například motivací zaměstnanců, neboť obdržení certifikátu působí jako motivační složka spojená se získáním bonusů. Nabízí se také možnost získat grant z Operačního programu lidské zdroje a zaměstnanost.

## **2. Zvýšit motivaci zaměstnanců**

Správně informovaný a vhodně motivovaný zaměstnanec je zárukou ke zvyšování výsledků společnosti. Cílem firmy je zajistit spokojenost, loajalitu a motivaci každého pracovníka. Možnostmi, jak motivaci měřit, je index spokojenosti zjištěný na základě dotazování nebo například sledování míry fluktuace pracovníků. Aby mohla firma dlouhodobě své zaměstnance motivovat, musí nastavit vhodný systém odměn, který by zaměstnanci přinesl užitek a zaměstnavateli naopak co nejnižší náklady. S motivací se ovšem nepojí jen odměny, ale také firemní kultura, vztahy na pracovišti, efektivní komunikace. Firma by měla u svých zaměstnanců navodit pocit sounáležitosti k podniku.

## **3. Zlepšit využití informačních systémů**

Dosažení předchozích dvou strategických cílů je sice nezbytné, ovšem ne zcela postačující. Pokud mají zaměstnanci vykonávat efektivní práci, potřebují mít dostupné informace týkající se všech oblastí (finanční, zákaznické, procesní). Hlavním cílem je tedy zlepšit využití informačních systémů, především systém SAP, který firma nejvíce využívá, což přispěje k plynulejšímu toku informací, maximálnímu využití kapacit, minimalizaci nákladů. Lepší využití informačních systémů také ušetří pracovníkům čas, v průběhu pracovní doby vykonávají více práce, což se následně projeví růstem produktivity.



## 8 ZHODNOCENÍ PROJEKTU

Projekt propojení Balanced Scorecard s Ekonomickou přidanou hodnotou, za předpokladu vyváženého nasazení obou koncepcí a jejich správného využívání, přinese společnosti jisté výhody, kterým se budu věnovat v následující podkapitole. Na druhou stranu je potřeba také zmínit a vyčíslit náklady s projektem spojené a nelze opomenout na vznik možný rizik, která mohou správné fungování konceptu ohrozit.

### 8.1 Přínosy

O přínosech propojení těchto dvou moderních konceptů není pochyb. Správné využívání tohoto modelu přinese společnosti určitá zlepšení i výhody. Vedení společnosti získá podrobný přehled o klíčových faktorech důležitých pro tvorbu hodnoty, způsobu dosažení strategických cílů a o tom, co je nutné pro realizaci strategie učinit. Díky nastavení pevných měřítek dojde ke spojení strategických a operativních cílů a co je nejdůležitější, koncept umožní účast všech zaměstnanců zapojit se do procesu vedoucího ke zvyšování hodnoty, ovšem za předpokladu jejich plné akceptace tohoto konceptu.

Předpokládáme-li, že vedení podniku bude realizovat správná rozhodnutí, mělo by využití konceptu přispět do budoucna k opětovné tvorbě hodnoty. V následující tabulce je nastíněn předpokládaný vývoj EVA pro následující období.

*Tab. 37 Odhadovaný budoucí vývoj EVA (v tis. Kč) [Vlastní zpracování]*

(v tis. Kč)	Současný stav	Budoucí stav (v letech)				
		I.	II.	III.	IV.	V.
NOPAT	294 296	298 856	328 763	370 825	458 932	563 995
NOA – poč. období	4 954 378	4 786 408	4 556 235	4 703 482	4 297 055	4 630 947
WACC	12,14 %	12,02 %	11,06 %	9,65 %	8,93 %	8,87 %
EVA	-307 082	-276 470	-175 157	-83 061	75 205	153 230

V následujícím období je odhadován rostoucí trend ekonomické přidané hodnoty zakončený dosažením příznivých kladných hodnot. V prvních dvou letech od počátku využívání konceptu se očekává pouze mírný nárůst čistého provozního zisku a to v souvislosti s ustávající hospodářskou krizí a pomalým ožíváním ekonomiky. V následujících obdobích by však mělo dojít k nárůstu a to především díky plnému využívání konceptu, sledování cílů a celopodnikové snaze dosáhnout tvorby hodnoty. Vývoj čistého pracovního kapitálu není spojen

s kontinuálním vývojem, což odpovídá výrobní povaze společnosti. V oblasti WACC by mělo dojít k mírnému snižování.

### Odměňování

Propojení konceptů lze výhodně využít konkrétně také v systému odměňování. Odměňování na základě dosažení ekonomické přidané hodnoty se odvíjí buď od fixního procenta dosažené hodnoty EVA nebo na základě přírůstků hodnoty ukazatele. V konceptu BSC mohou být odměny utvářeny na základě dosažených hodnot měřítek jednotlivých perspektiv. Společnost XYZ by mohla k odměňování využít právě spojení těchto přístupů, kdy určitá procentuální výše - 56 % by představovala odměny závislé na dosažení cílů EVA a zbývajících 44 % by se vztahovalo na měřítka zákaznické, procesní a růstové perspektivy. Zájem zaměstnanců na dosažení stanovených hodnot a získání odměny by vzrostl a celý systém by přispěl ke sladění cílů jednak zaměstnance samého a jednak společnosti. Zde je ovšem nutné dokonale prověřit, zda jsou metriky správně nastaveny. Využití takového systému odměňování bych tedy doporučila až po určitém časovém horizontu (1 rok) od počátku zavedení hodnotově orientovaného modelu do systému řízení, kdy bude zřetelné, zda jsou strategické cíle a měřítka správně nastaveny a propojeny.

## 8.2 Náklady

Vyčíslení předpokládané výše nákladů na zavedení konceptu do řízení závisí na mnoha aspektech, proto byly celkové náklady pouze hrubým odhadem stanoveny na 3,5 mil. Kč. Níže uvádím rozpis jednotlivých nákladových položek.

Nákladové položky:

- |   |               |
|---|---------------|
| ▪ Externí konzultační služby                        | 1.225 tis. Kč |
| ▪ Školení vrcholových manažerů/implementačního týmu | 1.050 tis. Kč |
| ▪ Školení ostatních pracovníků                      | 850 tis. Kč   |
| ▪ Pořízení doplňkových softwarových licencí         | 350 tis. Kč   |
| ▪ Ostatní náklady                                   | 25 tis. Kč    |

Výše nákladů se samozřejmě odvíjí od případného výběru externího poradce. Pokud by se firma rozhodla nevyužít externího poradenství, náklady by byly nižší. Nákladné je také školení jak vrcholových manažerů, tak ostatních zaměstnanců, kteří se musejí s konceptem důkladně seznámit a systém pochopit. Školení by probíhalo v několika etapách. Výše nákladů se odvíjí také od potřeby rozšíření stávajícího informačního systému a času pro zapojení interních zdrojů.

### 8.3 Rizika

Při zavádění a realizaci konceptu BSC a EVA je nutno počítat také se vznikem možných rizik. Je-li to možné, měla by být rizika včas identifikována a stanovena taková opatření, aby došlo k jejich zamezení, případně minimalizaci jejich dopadu.

Jedním z možných rizik, které může projekt ohrozit již v počátcích, je nepochopení strategie podniku manažery, kteří mají za úkol koncept implementovat. Pokud bude proveden správný výběr odpovědných osob, kteří budou s konceptem důkladně seznámeni a postup bude průběžně konzultován také s externím poradcem, riziko by mělo být minimalizováno.

Dalším rizikem může být osobní neangažovanost zaměstnanců zapojit se do celého systému. Jelikož je přijetí konceptu pracovníky základem pro dosažení celopodnikové strategie, je nutné tomuto riziku předejít vhodnou motivací, stanovením individuálního plnění cílů a tím i větší zodpovědnosti zaměstnanců k jejich dosažení. Bude-li vhodně nastaven systém odměňování ve vztahu ke stanoveným cílům, může podnik vzniku tohoto problému včas předejít.

Projekt může být také ohrožen po stránce finanční. Zavedení projektu není v případě společnosti významně nákladné, tudíž riziko je zde minimální. Do budoucna by však mohlo dojít k nedostatku finančních zdrojů potřebných k dosažení definovaných záměrů. Z počátku je tedy nutné uvážlivě stanovit budoucí aktivity a tyto na základě dostupných zdrojů přehodnocovat.

## ZÁVĚR

V úvodu diplomové práce jsem si vytyčila hlavní cíl, jímž bylo zhodnotit výkonnost společnosti XYZ pomocí klasických a moderních měřítek a navrhnout propojení moderních měřítek a to konceptu Balanced Scorecard s Ekonomickou přidanou hodnotou.

Na počátku teoretické části jsem se věnovala vymezení pojmu „výkonnost podniku“ a hodnotově orientovanému řízení. Nejdříve jsem charakterizovala klasická měřítka výkonnosti a také poukázala na jejich slabé stránky. Dále jsem se věnovala popisu moderních měřítek výkonnosti, přičemž největší pozornost byla soustředěna na moderní koncept Balanced Scorecard a metodu Ekonomická přidaná hodnota, jež se zaměřuje na hodnotové řízení podniku. Tímto jsem si vytvořila základ pro zpracování následující praktické části.

V praktické části byla představena analyzovaná společnost XYZ a odvětví, v němž působí. Následně jsem zhodnotila výkonnost společnosti pomocí finanční analýzy. Ta poukázala na vyskytující se problémy v oblasti rentability, hotovostní likvidity a úrokového krytí, ovšem s vykazujícím pozitivním trendem. Proto i přes tyto nedostatky lze společnost hodnotit jako stabilní a prosperující podnik s lepšími vyhlídkami do budoucna. Další etapa praktické části byla zaměřena na hodnocení výkonnosti podniku moderními metodami. Z celkového výčtu metod jsem dle vlastního úsudku a na základě vhodnosti vybrala odpovídající metody k ohodnocení, jímž byly EVA a CROGA. Hodnocení firmy pomocí ekonomické přidané hodnoty vyžadovalo nejdříve nutnost transformovat účetní data na ekonomická, tudíž jsem se zabývala podrobnými úpravami účetních údajů a následnému výpočtu EVA. Porovnávala jsem také model ekonomický s modelem účetním. Výsledky těchto dvou způsobů vyjádření EVA se sice lišily, ovšem oba modely shodně poukázaly na to, že společnost tvořila ekonomickou přidanou hodnotu pouze v prvním roce z analyzovaných let. Zhodnocení ukazatelem CROGA již nebylo tak náročné na úpravy.

V poslední části práce jsem se zabývala návrhem propojení konceptů BSC s EVA. Nejdříve bylo nutné určit hlavní faktory mající vliv na EVA a na jejich základě pak vymezit strategická témata, jež se zároveň odvíjela od celkové vize společnosti. Následně bylo potřeba definovat strategické cíle vedoucí k tvorbě hodnoty a přiřadit jim jednotlivá měřítka. V neposlední řadě jsem se věnovala podrobnému rozboru čtyř perspektiv BSC, jejich strategickým cílům a snažila jsem se navrhnout možné činnosti, které by přispěly v k dosažení strategických

kého cíle a v důsledku k tvorbě hodnoty. Na závěr jsem zhodnotila přínosy a zmínila možnost uplatnění konceptu při odměňování.

Při zpracovávání této práce jsem si vyzkoušela jednak roli externího analytika a také jsem si rozšířila své dosavadní znalosti z oblasti měření a řízení výkonnosti podniku. Bylo zajímavé pracovat na projektu propojení BSC s EVA, ačkoliv jsem při zpracování postrádala podrobnější informace o tomto konceptu. Řada autorů, především zahraničních, uvádějí toto propojení jako výhodné a charakterizují jej v obecné rovině. Pro kvalitnější návrh je však potřeba získat podrobnější teoretický základ. I přes tyto zmíněné skutečnosti se domnívám, že hlavní cíl méj diplomové práce byl splněn.

**SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY****MONOGRAFIE**

- [1] DLUHOŠOVÁ, D. Finanční řízení a rozhodování podniku: Analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2006. 191 s. ISBN 80-86119-58-0.
- [2] FIBÍROVÁ, J.; ŠOLJÁKOVÁ, L. *Hodnotové nástroje řízení a měření výkonnosti podniku*. 1. vyd. Praha: ASPI, 2005. 264 s. ISBN 80-7357-084-X.
- [3] FOTR, J.; SOUČEK, I. *Podnikatelský záměr a investiční rozhodování*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2005. 356 s. ISBN 20-247-0939-2.
- [4] HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza firmy*. 1. vyd. Praha : ASPI - Wolters Kluwer, 2008. 208 s. ISBN 978-80-7357-392-8.
- [5] HORVÁTH & PARTNERS. *Balanced Scorecard v praxi*. Praha: Profess Consulting, 2001. 386 s. ISBN 80-7259-018-9.
- [6] KAPLAN, R. S, NORTON, D. P. *Balanced Scorecard: Strategický systém měření výkonnosti podniku*. 2. vyd. Praha: Management Press, 2001. 267 s. ISBN 80-7261-037-6.
- [7] KISLINGEROVÁ, E., et al. *Manažerské finance*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2007. 745 s. ISBN 978-80-7179-903-0.
- [8] MARINIČ, P. *Plánování a tvorba hodnoty firmy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2008. 229 s. ISBN 978-80-247-2432-4.
- [9] MAŘÍK, M., et al. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*. 2. rozš. vyd.. Praha: Ekopress, 2007. 487 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
- [10] MAŘÍKOVÁ, P.; MAŘÍK, M. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2001. 70 s. ISBN 80-86119-36-X.
- [11] NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002. 216 s. ISBN 80-247-0125-1.

- [12] PAVELKOVÁ, D.; KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2. aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Linde, 2009. 333 s. ISBN 978-80-86131-85-6.
- [13] PETŘÍK, T. *Ekonomické a finanční řízení v praxi : manažerské účetnictví v praxi*. 1. vyd. Praha : Grada Publishing, 2005. 372 s. ISBN 80-247-1046-3.
- [14] PITRA, Z. *Zvyšování podnikatelské výkonnosti firmy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2001. 305 s. ISBN 80-86119-64-5.
- [15] SEDLÁČEK, J. *Finanční analýza podniku*. 1. vyd. Praha: Computer Press, 2007. 154 s. ISBN 978-80-251-1830-6.
- [16] VALACH, J., et al. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1.
- [17] VYSUŠIL, J. *Metoda Balanced Scorecard v souvislostech: Implementace a úspěšná realizace v řízení podniku*. 1. vyd. Praha: Profess Consulting, 2004. 120 s. ISBN 80-7259-005-7.

## INTERNETOVÉ ZDROJE

- [18] *Balanced Scorecard Institute* [online]. c1998-2010 [cit. 2010-03-13]. What is the Balanced Scorecard?. Dostupné z WWW: <<http://www.balancedScorecard.org/BSCResources/AbouttheBalancedScorecard/tabid/55/Default.aspx>>.
- [19] *CGS* [online]. [cit. 2010-03-04]. Dostupný z WWW: <<http://www.cgs.cz/index.php?stranka=2&rid=7&cid=4>>.
- [20] *Damodaran Online* [online]. [cit. 2010-03-26]. The Data Page. Dostupné z WWW: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>.
- [21] KISLINGEROVÁ, E. Jak měřit výkonnost podniku v časech krize. *BusinessInfo.cz : Oficiální portál pro podnikání a export* [online]. 2010-02-02, [cit. 2010-03-14]. Dostupný z WWW: <<http://www.businessinfo.cz/cz/clanek/management-mp/jak-merit-vykonnost-podniku-casech-krize/1001663/56079/?page=2>>.
- [22] *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. c2005 [cit. 2010-03-11]. Dostupné z

- WWW: <<http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/ebita/>>.
- [23] *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. c2005 [cit. 2010-03-20]. Dostupné z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument65939.html>>.
- [24] *ProSatis* [online]. c2000-2010 [cit. 2010-03-13]. Benefits from using the Balanced Scorecard. Dostupné z WWW: <<http://prosatis.com/>>.
- [25] Stern Stewart & Co. *Stern Stewart & Co.* [online]. c2010 [cit. 2010-03-04]. Intellectual Property. Dostupné z WWW: <<http://www.sternstewart.com/?content=proprietary&p=eva>>.
- [26] *Středoevropské centrum pro finance a management* [online]. c2005-2009 [cit. 2010-03-02]. Market Value Added (MVA). Dostupné z WWW: <<http://www.finance-management.cz/080vypisPojmu.php?X=Trzni+pridana+hodnota&IdPojPass=22>>.
- [27] WAGNEROVÁ, I. *Hodnocení a řízení výkonnosti* [online]. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2008 [cit. 2010-03-04]. Dostupné z WWW: <[http://books.google.com/books?id=OxwWYACfvesC&pg=PA42&dq=economic+value+added+EVA&lr=lang\\_cs&as\\_brr=0&hl=cs&cd=18#v=onepage&q=economic%20value%20added%20EVA&f=false](http://books.google.com/books?id=OxwWYACfvesC&pg=PA42&dq=economic+value+added+EVA&lr=lang_cs&as_brr=0&hl=cs&cd=18#v=onepage&q=economic%20value%20added%20EVA&f=false)>. ISBN 978-80-247-2361-7>.
- [28] YOUNG, S.D.; O'BYRNE, S.F. *EVA and Value-Based Management : a practical guide to implementation*. New York : McGraw-Hill, 2001. 493 s. [cit. 2010-03-06] Dostupné z WWW: <<http://books.google.cz/books?id=G009FdX-2OMC&printsec=frontcover&dq=eva+and+value&cd=1#v=onepage&q=&f=false>>. ISBN 0-07-136439-0.

## OSTATNÍ ZDROJE

- [29] Interní materiály společnosti XYZ



**SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK**

A	Aktiva
BSC	Balanced Scorecard
C	Kapitál
CF	Cash flow
CFROI	Cash flow návratnost investice
CK	Cizí kapitál
CROGA	Cash flow rentabilita hrubých aktiv
ČGS	Česká gumárenská společnost
ČPK	Čistý pracovní kapitál
DCF	Diskontované cash flow
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DM	Dlouhodobý majetek
DNM	Dlouhodobý nehmotný majetek
EAT	Čistý zisk
EBIT	Zisk před úroky a zdaněním
EBITDA	Zisk před úroky, zdaněním a odpisy
EBT	Zisk před zdaněním
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FM	Finanční majetek
GA	Hrubá aktiva
MPO ČR	Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky
MVA	Tržní přidaná hodnota
N	Náklady
N <sub>ck</sub>	Náklady na cizí kapitál

NOA	Čistá operativní aktiva
NÚ	Nákladové úroky
$N_{vk}$	Náklady na vlastní kapitál
O	Odpisy
OATCF	Provozní cash flow po zdanění
OKEČ	Odvětvová klasifikace ekonomických činností
ON	Osobní náklady
PH	Přidaná hodnota
$r_e$	Náklady na vlastní kapitál
$r_f$	Bezriziková úroková míra
$r_{FinStab}$	Riziková přírážka za finanční stabilitu
$r_{FinStru}$	Riziková přírážka za finanční strukturu
$r_{LA}$	Riziková přírážka za velikost podniku
$r_m$	Průměrná výnosnost kapitálového trhu
ROA	Rentabilita celkového kapitálu
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
RONA	Rentabilita čistých operativních aktiv
ROS	Rentabilita tržeb
RP	Riziková přírážka
$R_{POD}$	Riziková přírážka za podnikatelské riziko
SVA	Přidaná hodnota pro akcionáře
SWOT	Analýza silných a slabých stránek podniku, příležitostí a hrozeb
T	Sazba daně z příjmu
V	Výnosy
VH	Výsledek hospodaření

---

VK	Vlastní kapitál
VS	Výkonová spotřeba
WACC	Vážené průměrné náklady na kapitál
$\beta$	Koeficient vyjadřující relativní rizikovost podniku k průměrné rizikovosti trhu
$\beta_Z$	$\beta$ vlastního kapitálu u zadluženého podniku
$\beta_N$	$\beta$ vlastního kapitálu u nezadluženého podniku

**SEZNAM OBRÁZKŮ**

<i>Obr. 1</i> Pyramidový rozklad ukazatele EVA .....	35
<i>Obr. 2</i> Názorné schéma metody BSC .....	37
<i>Obr. 3</i> Perspektiva interních podnikových procesů .....	39
<i>Obr. 4</i> Podíly oborů a tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb za rok 2008 .....	48
<i>Obr. 5.</i> Vývoj VH a EBITu v období 2004 – 2008 (v tis. Kč) .....	55
<i>Obr. 6</i> Dělení EBIT v letech 2004 – 2008, společnost XYZ .....	56
<i>Obr. 7</i> Krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji v letech 2004 – 2008, společnost XYZ.....	60
<i>Obr. 8</i> Vývoj Altmanova indexu a indexu IN01 v období 2004 – 2008 .....	64
<i>Obr. 9</i> Spider graf, společnost XYZ a odvětví v roce 2008 .....	65
<i>Obr. 10</i> Porovnání vývoje EVA dle účetního a ekonomického modelu.....	77
<i>Obr. 11</i> Srovnání vývoje CROGA s WACC v období 2004 – 2008 .....	78
<i>Obr. 12</i> Rozklad EVA .....	82
<i>Obr. 13</i> Rozklad RONA .....	82
<i>Obr. 14</i> Rozklad WACC.....	83
<i>Obr. 15</i> Strategická mapa.....	87
<i>Obr. 16</i> Provázanost strategického modelu s hodnotově orientovaným modelem .....	89

**SEZNAM TABULEK**

<i>Tab. 1 SWOT analýza</i> .....	47
<i>Tab. 2 Vývoj hospodářského výsledku, společnost XYZ</i> .....	55
<i>Tab. 3 Dělení EBIT, společnost XYZ</i> .....	55
<i>Tab. 4 Vývoj cash flow za období 2004 – 2008 – společnost XYZ</i> .....	56
<i>Tab. 5 Vývoj čistého pracovní kapitálu, společnost XYZ a odvětví</i> .....	57
<i>Tab. 6 Ukazatele rentability, společnost XYZ a odvětví</i> .....	58
<i>Tab. 7 Multiplikátor vlastního kapitálu, společnost XYZ</i> .....	59
<i>Tab. 8 Ukazatele zadluženosti, společnost XYZ a odvětví</i> .....	59
<i>Tab. 9 Ukazatele likvidity, společnost XYZ a odvětví</i> .....	61
<i>Tab. 10 Ukazatele aktivity, společnost XYZ a odvětví</i> .....	62
<i>Tab. 11 Výpočet Altmanova Z-skóre, společnost XYZ</i> .....	63
<i>Tab. 12 Výpočet Indexu IN01, společnost XYZ</i> .....	64
<i>Tab. 13 Srovnání poměrových ukazatelů v roce 2008</i> .....	65
<i>Tab. 14 Vyčlenění nedokončených investic</i> .....	68
<i>Tab. 15 Výpočet SH leasingových splátek pro rok 2008</i> .....	69
<i>Tab. 16 Současná hodnota leasingových splátek</i> .....	69
<i>Tab. 17 Neúročený cizí kapitál</i> .....	70
<i>Tab. 18 Vymezení NOA v období 2004 – 2008</i> .....	70
<i>Tab. 19 Vymezení kapitálu v období 2004 – 2008</i> .....	71
<i>Tab. 20 Vývoj nákladových úroků</i> .....	71
<i>Tab. 21 Vývoj VH z prodeje DM</i> .....	72
<i>Tab. 22 Vymezení NOPAT v jednotlivých letech</i> .....	72
<i>Tab. 23 Náklady na bankovní úvěry – 2. alternativa</i> .....	73
<i>Tab. 24 Náklady na bankovní úvěr – 3. alternativa</i> .....	73
<i>Tab. 25 Náklady na bankovní úvěr</i> .....	74
<i>Tab. 26 Odhadnutá úroková sazba leasingu</i> .....	74
<i>Tab. 27 Průměrné náklady dluhu</i> .....	74
<i>Tab. 28 Výpočet nákladů na kapitál pomocí CAPM</i> .....	75
<i>Tab. 29 Průměrná rentabilita odvětví</i> .....	75
<i>Tab. 30 Odvození nákladů na vlastní kapitál pomocí stovebnicové metody</i> .....	76
<i>Tab. 31 Stanovení WACC</i> .....	76

---

<i>Tab. 32 EVA – ekonomický model .....</i>	<i>77</i>
<i>Tab. 33 EVA – účetní model .....</i>	<i>77</i>
<i>Tab. 34 Výpočet ukazatele CROGA .....</i>	<i>78</i>
<i>Tab. 35 Vliv strategie na výkonnost podniku .....</i>	<i>85</i>
<i>Tab. 36 Cíle a měřítka BSC, společnost XYZ .....</i>	<i>90</i>
<i>Tab. 37 Odhadovaný budoucí vývoj EVA (v tis. Kč) .....</i>	<i>97</i>

**SEZNAM PŘÍLOH**

- Příloha P I    Rozvaha společnosti XYZ
- Příloha P II    Výkaz zisku a ztrát společnosti XYZ
- Příloha P III    Tabulky k finanční analýze
- Příloha P IV    Vymezení nákladů na vlastní kapitál pomocí modelu CAPM
- Příloha P V    Pyramidový rozklad ukazatele EVA

## PŘÍLOHA P I: ROZVAHA SPOLEČNOSTI XYZ

(v tis. Kč)		2004	2005	2006	2007	2008
<b>AKTIVA CELKEM</b>		<b>6 336 328</b>	<b>6 433 618</b>	<b>6 618 667</b>	<b>6 329 400</b>	<b>6 390 617</b>
A.	Pohledávky za upsany vlastní kapitál					
B.	Dlouhodobý majetek	<b>3 783 091</b>	<b>3 716 086</b>	<b>3 504 971</b>	<b>3 015 124</b>	<b>2 872 346</b>
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	<b>457 915</b>	<b>386 348</b>	<b>309 630</b>	<b>239 025</b>	<b>173 993</b>
B. I. 1.	Zřizovací výdaje					
2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje					
3.	Software	752	2 296	1 111	605	7 283
4.	Ocenitelná práva	455 263	378 983	303 084	227 293	151 653
5.	Goodwill					
6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	1 396	4 674	5 040	8 243	14 997
7.	Nedokončeny dlouhodobý nehmotný majetek	504	395	395	2 884	60
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek					
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	<b>2 900 369</b>	<b>2 897 074</b>	<b>2 811 212</b>	<b>2 651 725</b>	<b>2 544 974</b>
B. II. 1.	Pozemky	359 143	359 133	356 114	354 605	354 667
2.	Stavby	876 410	881 493	862 045	865 299	855 114
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	1 570 835	1 510 217	1 459 762	1 269 547	1 235 603
4.	Pěstitelské celky trvalých porostů					
5.	Základní stádo a tažná zvířata					
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	14 204	11 065	7 774	4 558	1 225
7.	Nedokončeny dlouhodobý hmotný majetek	74 634	134 214	125 068	153 004	79 884
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	5 143	952	449	4 712	18 481
9.	Opravná položka k nabytému majetku					
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	<b>424 807</b>	<b>432 664</b>	<b>384 129</b>	<b>124 374</b>	<b>153 379</b>
B. III. 1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	71 671	91 918	118 078	123 815	152 524
2.	Podíly v účetních jednotkách s podstatným vlivem	535	419	724	532	855
3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	12 601	327	327	27	
4.	Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným osobám a účetním jednotkám podstatným vlivem	340 000	340 000	265 000		
5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek					
6.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý fin. maj.					
C.	Oběžná aktiva	<b>2 522 216</b>	<b>2 690 265</b>	<b>3 006 974</b>	<b>3 292 878</b>	<b>3 494 830</b>
C. I.	Zásoby	<b>843 744</b>	<b>879 143</b>	<b>975 556</b>	<b>835 017</b>	<b>984 503</b>
C. I. 1.	Materiál	285 863	321 813	402 597	269 570	366 315
2.	Nedokončená výroba a polotovary	127 211	114 055	122 228	114 825	87 657
3.	Výrobky	387 079	343 650	370 628	400 107	478 777
4.	Zvířata					
5.	Zboží	43 591	99 625	80 103	50 515	51 754
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby					
C. II.	Dlouhodobé pohledávky					
C. II. 1.	Pohledávky z obchodních vztahů					
2.	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami					
3.	Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem					
4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení					
5.	Dohadné účty aktivní					
5.	Jiné pohledávky					
C. III.	Krátkodobé pohledávky	<b>1 627 073</b>	<b>1 711 045</b>	<b>1 933 854</b>	<b>2 329 682</b>	<b>2 425 711</b>
C. III. 1.	Pohledávky z obchodních vztahů	1 055 227	1 340 676	1 465 111	1 573 883	1 446 371
2.	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	200 460	142 745	106 266	482 411	689 909
3.	Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem					
4.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění					
5.	Stát - daňové pohledávky	287 781	132 880	91 239	62 500	117 929
6.	Ostatní poskytnuté zálohy	2 057	17 363	9 386	6 366	5 465
7.	Dohadné účty aktivní	8 491		7 000	59 746	158 586
8.	Jiné pohledávky	73 057	77 381	254 852	144 776	7 451
C. IV.	Krátkodobý finanční majetek	<b>51 399</b>	<b>100 077</b>	<b>97 564</b>	<b>128 179</b>	<b>84 616</b>
C. IV. 1.	Peníze	3 948	35 474	907	7 221	741
2.	Účty v bankách	47 451	64 603	96 657	120 958	83 875
3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly					
D.	Časové rozlišení	<b>31 021</b>	<b>27 267</b>	<b>106 722</b>	<b>21 398</b>	<b>23 441</b>
D. I.	Náklady příštích období	29 432	25 945	28 967	18 585	18 472
D. I. 1.	Komplexní náklady příštích období	220				
2.	Příjmy příštích období	1 369	1 322	77 755	2 813	4 969



	(v tis. Kč)	2004	2005	2006	2007	2008
	<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>6 336 328</b>	<b>6 433 618</b>	<b>6 618 667</b>	<b>6 329 400</b>	<b>6 390 617</b>
A.	Vlastní kapitál	<b>2 630 765</b>	<b>2 804 166</b>	<b>2 771 946</b>	<b>2 742 318</b>	<b>2 513 870</b>
A. I.	Základní kapitál	<b>1 460 384</b>	<b>1 460 384</b>	<b>1 460 384</b>	<b>1 460 384</b>	<b>1 460 384</b>
A. I. 1.	Základní kapitál	1 460 384	1 460 384	1 460 384	1 460 384	1 460 384
2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly					
A. II.	Kapitálové fondy	<b>34 979</b>	<b>108 849</b>	<b>167 770</b>	<b>162 270</b>	<b>-53 398</b>
A. II. 1.	Emisní ážio					
2.	Ostatní kapitálové fondy	41 888	41 888	41 888	42 180	42 241
3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	-6 909	66 961	125 882	120 090	-95 639
4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách					
A. III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	<b>292 077</b>	<b>292 077</b>	<b>292 077</b>	<b>292 077</b>	<b>292 077</b>
A. III. 1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	292 077	292 077	292 077	292 077	292 077
2.	Statutární a ostatní fondy					
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let	<b>406 686</b>	<b>843 325</b>	<b>942 856</b>	<b>701 580</b>	<b>607 608</b>
A. IV. 1.	Nerozdělený zisk minulých let	406 686	843 325	942 856	701 580	607 608
2.	Neuhrazená ztráta minulých let					
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období	<b>436 639</b>	<b>99 531</b>	<b>-91 141</b>	<b>126 007</b>	<b>207 199</b>
B.	Cizí zdroje	<b>3 673 313</b>	<b>3 610 103</b>	<b>3 793 245</b>	<b>3 534 635</b>	<b>3 828 581</b>
B. I.	Rezervy	<b>11 912</b>	<b>8 717</b>		<b>18 516</b>	<b>10 000</b>
B. I. 1.	Rezerva podle zvláštních předpisů					
2.	Rezerva na důchody a podobné závazky					
3.	Ostatní rezervy	11 912	8 717			10 000
B. II.	Dlouhodobé závazky	<b>145 390</b>	<b>165 258</b>	<b>182 048</b>	<b>153 803</b>	<b>137 336</b>
B. II. 1.	Závazky z obchodních vztahů					
2.	Závazky k ovládaným a řízeným osobám					
3.	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem					
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení					
5.	Dohadné účty pasivní					
6.	Jiné závazky					
7.	Odložený daňový závazek	145 390	165 258	182 048	153 803	137 336
B. III.	Krátkodobé závazky	<b>851 313</b>	<b>1 031 387</b>	<b>1 550 678</b>	<b>1 021 072</b>	<b>1 341 645</b>
B. III. 1.	Závazky z obchodních vztahů	759 256	993 512	1 322 273	881 982	1 054 613
2.	Závazky k ovládaným a řízeným osobám				39 311	50 116
3.	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem					
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení					
5.	Závazky k zaměstnancům	35 870	35 774	37 886	40 747	39 709
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	19 378	18 642	20 166	20 112	21 223
7.	Stát - daňové závazky a dotace	5 377	9 232	10 101	22 485	25 736
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	22 270	11 687	3 937	2 452	2 938
9.	Dohadné účty pasivní	1 852	30 436	4 028	12 318	20 993
10.	Jiné závazky	7 310	-67 896	152 287	1 665	126 317
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	<b>2 664 698</b>	<b>2 404 741</b>	<b>2 060 519</b>	<b>2 341 244</b>	<b>2 339 600</b>
B. IV. 1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	2 082 799	1 978 565	1 436 249	2 335 000	325 000
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	581 899	426 176	624 270	6 244	2 014 600
3.	Krátkodobé finanční výpomoci					
C.	Časové rozlišení	<b>32 250</b>	<b>19 349</b>	<b>53 476</b>	<b>52 447</b>	<b>48 166</b>
C. I. 1.	Výdaje příštích období	32 250	17 751	53 476	52 447	48 166
2.	Výnosy příštích období		1 598			

## PŘÍLOHA P II: VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT SPOLEČNOSTI XYZ

No.	(v tis. Kč)	2004	2005	2006	2007	2008
I.	Tržby za prodej zboží	293 001	453 175	328 618	204 290	160 048
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	204 211	365 789	271 383	157 917	119 554
+	Obchodní marže	<b>88 790</b>	<b>87 386</b>	<b>57 235</b>	<b>46 373</b>	<b>40 494</b>
II.	Výkony	<b>4 378 010</b>	<b>6 759 540</b>	<b>7 219 454</b>	<b>7 202 550</b>	<b>7 297 639</b>
II. 1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	4 381 179	6 805 337	7 164 057	7 170 189	7 229 658
2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-3 745	-55 287	39 409	16 699	51 831
3.	Aktivace	576	9 490	15 988	15 662	16 150
B.	Výkonová spotřeba	<b>3 142 630</b>	<b>5 223 229</b>	<b>5 804 093</b>	<b>5 613 295</b>	<b>5 685 865</b>
B. 1.	Spotřeba materiálu a energie	2 577 182	4 215 592	4 770 591	4 564 263	4 652 827
B. 2.	Služby	565 448	1 007 637	1 033 502	1 049 032	1 033 038
+	Přidaná hodnota	<b>1 324 170</b>	<b>1 623 697</b>	<b>1 472 596</b>	<b>1 635 628</b>	<b>1 652 268</b>
C.	Osobní náklady	<b>721 817</b>	<b>882 206</b>	<b>894 739</b>	<b>890 064</b>	<b>914 861</b>
C. 1.	Mzdové náklady	511 363	629 123	635 645	640 334	659 325
C. 2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva		0	0	0	0
C. 3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	178 872	219 457	220 538	222 731	230 832
C. 4.	Sociální náklady	31 582	33 626	38 556	26 999	24 704
D.	Daně a poplatky	6 632	4 448	2 836	2 936	3 431
E.	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	250 370	403 529	416 816	435 252	451 341
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	911 998	1 806 584	2 686 653	2 721 810	1 756 186
III. 1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	20 546	3 723	32 116	5 040	24 405
III. 2.	Tržby z prodeje materiálu	891 452	1 802 861	2 654 537	2 716 770	1 731 781
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	894 748	1 804 741	2 695 337	2 727 638	1 734 195
F. 1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	10 202	670	26 338	2 525	3 994
F. 2.	Zůstatková cena materiálu	884 546	1 804 071	2 668 999	2 725 113	1 730 201
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti	3 342	-11 531	2 868	-1 502	342
IV.	Ostatní provozní výnosy	-12 316	-5 463	753	74 117	8 646
H.	Ostatní provozní náklady	19 664	22 286	54 542	72 006	14 857
V.	Převod provozních výnosů		0	0		
I.	Převod provozních nákladů		0	0		
*	Provozní výsledek hospodaření	<b>327 279</b>	<b>319 139</b>	<b>92 864</b>	<b>305 161</b>	<b>298 073</b>
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů	368 000	8 549	0	1 110	
J.	Prodané cenné papíry a vklady	64 129	8 549	0	317	
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku			400	0	0
VII. 1.	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v účet			0		
2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů			400		
3.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku			0		
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku			0		
IX.	Náklady z krátkodobého finančního majetku			0		
L.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů			0		
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti					
X.	Výnosové úroky	4 227	16 410	21 038	23 155	29 028
N.	Nákladové úroky	44 517	77 250	100 726	119 058	128 380
XI.	Ostatní finanční výnosy	206 042	447 908	475 325	449 545	574 532
O.	Ostatní finanční náklady	357 044	578 518	566 777	548 510	582 869
XII.	Převod finančních výnosů		0	0		
P.	Převod finančních nákladů		0	0		
*	Finanční výsledek hospodaření	<b>112 579</b>	<b>-191 450</b>	<b>-170 740</b>	<b>-194 075</b>	<b>-107 689</b>
Q.	Daň z příjmu za běžnou činnost	<b>3 219</b>	<b>28 159</b>	<b>13 266</b>	<b>-15 025</b>	<b>-16 815</b>
Q. 1.	- splatná	154	8 291	-3 524	13 220	-348
2.	- odložená	3 065	19 868	16 790	-28 245	-16 467
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	<b>436 639</b>	<b>99 530</b>	<b>-91 142</b>	<b>126 111</b>	<b>207 199</b>
XIII.	Mimořádné výnosy		2	0	2	
R.	Mimořádné náklady		1	0	106	
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0
S. 1.	- splatná		0	0		
2.	- odložená		0	0		
*	Mimořádný výsledek hospodaření	0	1	0	-104	0
T.	Převod podílů na výsledku hospodaření společníkům (+/-)		0	0		
***	<b>Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)</b>	<b>436 639</b>	<b>99 531</b>	<b>-91 142</b>	<b>126 007</b>	<b>207 199</b>
	<b>Kontrolní číslo</b>	<b>439 858</b>	<b>127 690</b>	<b>-77 876</b>	<b>42 412 584</b>	<b>39 114 434</b>

## PŘÍLOHA P III: TABULKY K FINANČNÍ ANALÝZE

Tab.1 Horizontální analýza rozvahy za období 2004 – 2008, společnost XYZ

	(v tis. Kč)	05/04	06/05	07/06	08/07	08/04
<b>AKTIVA CELKEM</b>		<b>2%</b>	<b>3%</b>	<b>-4%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>
A.	Pohledávky za upsany vlastní kapitál					
B.	Dlouhodobý majetek	<b>-2%</b>	<b>-6%</b>	<b>-14%</b>	<b>-5%</b>	<b>-24%</b>
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	<b>-16%</b>	<b>-20%</b>	<b>-23%</b>	<b>-27%</b>	<b>-62%</b>
B. I. 1.	Zřizovací výdaje					
2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje					
3.	Software	205%	-52%	-46%	1104%	868%
4.	Ocenitelná práva	-17%	-20%	-25%	-33%	-67%
5.	Goodwill					
6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	235%	8%	64%	82%	974%
7.	Nedokončeny dlouhodobý nehmotný majetek	-22%	0%	630%	-98%	-88%
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek					
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	<b>0%</b>	<b>-3%</b>	<b>-6%</b>	<b>-4%</b>	<b>-12%</b>
B. II. 1.	Pozemky	0%	-1%	0%	0%	-1%
2.	Stavby	1%	-2%	0%	-1%	-2%
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	-4%	-3%	-13%	-3%	-21%
4.	Pěstičské celky trvalých porostů					
5.	Základní stádo a tažná zvířata					
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	-22%	-30%	-41%	-73%	-91%
7.	Nedokončeny dlouhodobý hmotný majetek	80%	-7%	22%	-48%	7%
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	-81%	-53%	949%	292%	259%
9.	Opravná položka k nabytému majetku					
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	<b>2%</b>	<b>-11%</b>	<b>-68%</b>	<b>23%</b>	<b>-64%</b>
B. III. 1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	28%	28%	5%	23%	113%
2.	Podíly v účetních jednotkách s podstatným vlivem	-22%	73%	-27%	61%	60%
3.	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	-97%	0%	-92%	-100%	-100%
4.	Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným osobám a účetním jednotkám p	0%	-22%	-100%		-100%
5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek					
6.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý fin. maj.					
C.	Oběžná aktiva	<b>7%</b>	<b>12%</b>	<b>10%</b>	<b>6%</b>	<b>39%</b>
C. I.	Zásoby	<b>4%</b>	<b>11%</b>	<b>-14%</b>	<b>18%</b>	<b>17%</b>
C. I. 1.	Materiál	13%	25%	-33%	36%	28%
2.	Nedokončená výroba a polotovary	-10%	7%	-6%	-24%	-31%
3.	Výrobky	-11%	8%	8%	20%	24%
4.	Zvířata					
5.	Zboží	129%	-20%	-37%	2%	19%
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby					
C. II.	Dlouhodobé pohledávky					
C. II. 1.	Pohledávky z obchodních vztahů					
2.	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami					
3.	Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem					
4.	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení					
5.	Dohadné účty aktivní					
5.	Jiné pohledávky					
C. III.	Krátkodobé pohledávky	<b>5%</b>	<b>13%</b>	<b>20%</b>	<b>4%</b>	<b>49%</b>
C. III. 1.	Pohledávky z obchodních vztahů	27%	9%	7%	-8%	37%
2.	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	-29%	-26%	-100%	#DIV/0!	-100%
3.	Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem					
4.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění					
5.	Stát - daňové pohledávky	-54%	-31%	-31%	89%	-59%
6.	Ostatní poskytnuté zálohy	744%	-46%	-32%	-14%	166%
7.	Dohadné účty aktivní	-100%		754%	165%	1768%
8.	Jiné pohledávky	6%	229%	-43%	-95%	-90%
C. IV.	Krátkodobý finanční majetek	<b>95%</b>	<b>-3%</b>	<b>31%</b>	<b>-34%</b>	<b>65%</b>
C. IV. 1.	Peníze	799%	-97%	696%	-90%	-81%
2.	Účty v bankách	36%	50%	25%	-31%	77%
3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly					
D.	Ostatní aktiva	<b>-12%</b>	<b>291%</b>	<b>-80%</b>	<b>10%</b>	<b>-24%</b>
D. I.	Časové rozlišení	-12%	12%	-36%	-1%	-37%
D. I. 1.	Náklady příštích období	-100%				
2.	Příjmy příštích období	-3%	5782%	-96%	77%	263%

	(v tis. Kč)	05/04	06/05	07/06	08/07	08/04
	<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>2%</b>	<b>3%</b>	<b>-4%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>
A.	Vlastní kapitál	<b>7%</b>	<b>-1%</b>	<b>-1%</b>	<b>-8%</b>	<b>-4%</b>
A. I.	Základní kapitál	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>
A. I. 1.	Základní kapitál	0%	0%	0%	0%	0%
	2. Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly					
A. II.	Kapitálové fondy	<b>211%</b>	<b>54%</b>	<b>-3%</b>	<b>-133%</b>	<b>-253%</b>
A. II. 1.	Emisní ážio					
	2. Ostatní kapitálové fondy	0%	0%	1%	0%	1%
	3. Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	1069%	88%	-5%	-180%	1284%
	4. Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách					
A. III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>
A. III. 1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	0%	0%	0%	0%	0%
	2. Statutární a ostatní fondy					
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let	<b>107%</b>	<b>12%</b>	<b>-26%</b>	<b>-13%</b>	<b>49%</b>
A. IV. 1.	Nerozdělený zisk minulých let	107%	12%	-26%	-13%	49%
	2. Neuhrzená ztráta minulých let					
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období	<b>-77%</b>	<b>-192%</b>	<b>-238%</b>	<b>64%</b>	<b>-53%</b>
B.	Cizí zdroje	<b>-2%</b>	<b>5%</b>	<b>-7%</b>	<b>8%</b>	<b>4%</b>
B. I.	Rezervy	<b>-27%</b>	<b>-100%</b>		<b>-46%</b>	<b>-16%</b>
B. I. 1.	Rezerva podle zvláštních předpisů					
	2. Rezerva na důchody a podobné závazky					
	3. Ostatní rezervy	-27%	-100%			
B. II.	Dlouhodobé závazky	<b>14%</b>	<b>10%</b>	<b>-16%</b>	<b>-11%</b>	<b>-6%</b>
B. II. 1.	Závazky z obchodních vztahů					
	2. Závazky k ovládaným a řízeným osobám					
	3. Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem					
	4. Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení					
	5. Dohadné účty pasivní					
	6. Jiné závazky					
	7. Odložený daňový závazek	14%	10%	-16%	-11%	-6%
B. III.	Krátkodobé závazky	<b>21%</b>	<b>50%</b>	<b>-34%</b>	<b>31%</b>	<b>58%</b>
B. III. 1.	Závazky z obchodních vztahů	31%	33%	-33%	20%	39%
	2. Závazky k ovládaným a řízeným osobám				27%	
	3. Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem					
	4. Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení					
	5. Závazky k zaměstnancům	0%	6%	8%	-3%	11%
	6. Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	-4%	8%	0%	6%	10%
	7. Stát - daňové závazky a dotace	72%	9%	123%	14%	379%
	8. Krátkodobé přijaté zálohy	-48%	-66%	-38%	20%	-87%
	9. Dohadné účty pasivní	1543%	-87%	206%	70%	1034%
	10. Jiné závazky	-1029%	324%	-99%	7487%	1628%
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	<b>-10%</b>	<b>-14%</b>	<b>14%</b>	<b>0%</b>	<b>-12%</b>
B. IV. 1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	-5%	-27%	63%	-86%	-84%
	2. Krátkodobé bankovní úvěry	-27%	46%	-99%	32165%	246%
	3. Krátkodobé finanční výpomoci					
C.	Časové rozlišení	<b>-40%</b>	<b>176%</b>	<b>-2%</b>	<b>-8%</b>	<b>49%</b>
C. I. 1.	Výdaje příštích období	-45%	201%	-2%	-8%	49%
	2. Výnosy příštích období		-100%			

Tab.2 Horizontální analýza rozvahy za období 2004 – 2008, odvětví

(v mil. Kč)	05/04	06/05	07/06	08/07	08/04
<b>Aktiva</b>	<b>16%</b>	<b>14%</b>	<b>12%</b>	<b>-19%</b>	<b>20%</b>
Dlouhodobý majetek	54%	16%	20%	-26%	59%
DNM+DHM	7%	7%	3%	5%	24%
DFM	775%	32%	45%	-58%	595%
Oběžná aktiva	-17%	12%	0%	-7%	-13%
Zásoby	7%	14%	-11%	5%	14%
Pohledávky	-34%	21%	2%	-8%	-25%
Fin. Majetek	31%	-21%	22%	-26%	-7%
Ostatní aktiva	0%	2%	-16%	-7%	-21%
<b>Pasiva</b>	<b>16%</b>	<b>14%</b>	<b>12%</b>	<b>-19%</b>	<b>20%</b>
Vlastní kapitál	19%	15%	8%	-16%	24%
Základní kapitál	8%	4%	-1%	5%	17%
Nerozdělený zisk+fondy	32%	28%	1%	-26%	26%
VH běžného období	-2%	-13%	83%	-13%	35%
Cizí zdroje	22%	13%	18%	-23%	26%
Rezervy	-48%	-11%	91%	-28%	-37%
Dlouhodobé závazky	2%	27%	-22%	26%	28%
Krátkodobé závazky	25%	-3%	18%	-9%	30%
Bankovní úvěry a výpomoci	35%	24%	23%	-36%	31%
Dlouhodobé bankovní úvěry	15%	48%	-37%	-9%	-2%
Krátkodobé bankovní úvěry	75%	-8%	146%	-46%	117%
Ostatní pasiva	-81%	43%	-66%	-46%	-95%

Tab.3 Vertikální analýza rozvahy za období 2004 – 2008, společnost XYZ

(v tis. Kč)	2004		2005		2006		2007		2008	
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>6 336 328</b>	<b>100,00%</b>	<b>6 433 818</b>	<b>100,00%</b>	<b>6 618 667</b>	<b>100,00%</b>	<b>6 329 400</b>	<b>100,00%</b>	<b>6 390 617</b>	<b>100,00%</b>
A. Pohledávky za upsany vlastní kapitál										
B. Dlouhodobý majetek	3 783 081	59,70%	3 716 086	57,76%	3 504 971	52,96%	3 015 124	47,84%	2 872 346	44,95%
B. I. Dlouhodobý nehmotný majetek	457 915	7,23%	386 348	6,01%	309 630	4,68%	239 025	3,78%	173 993	2,72%
B. I. 1. Zizovací výdaje										
2. Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje										
3. Software	752	0,01%	2 296	0,04%	1 111	0,02%	605	0,01%	7 283	0,11%
4. Ocenitelná práva	455 263	7,18%	378 983	5,89%	303 084	4,58%	227 293	3,59%	161 653	2,37%
5. Goodwill										
6. Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	1 396	0,02%	4 674	0,07%	5 040	0,08%	8 243	0,13%	14 997	0,23%
7. Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	504	0,01%	395	0,01%	395	0,01%	2 884	0,05%	60	0,00%
8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek										
B. II. Dlouhodobý hmotný majetek	2 900 369	45,77%	2 897 074	45,03%	2 811 212	42,47%	2 651 725	41,90%	2 544 974	39,82%
B. II. 1. Pozemky	359 143	5,67%	359 133	5,58%	356 114	5,38%	354 605	5,60%	354 667	5,55%
2. Stavby	876 410	13,83%	881 493	13,70%	862 045	13,02%	865 290	13,67%	855 114	13,38%
3. Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	1 570 835	24,79%	1 510 217	23,47%	1 459 762	22,06%	1 269 547	20,06%	1 235 603	19,33%
4. Pěstičské celky trvalých porostů										
5. Základní stádo a tažná zvířata										
6. Jiný dlouhodobý hmotný majetek	14 204	0,22%	11 065	0,17%	7 774	0,12%	4 558	0,07%	1 225	0,02%
7. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	74 634	1,18%	134 214	2,09%	125 068	1,89%	153 004	2,42%	79 884	1,25%
8. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	5 143	0,08%	952	0,01%	449	0,01%	4 712	0,07%	18 481	0,29%
9. Opravná položka k nabytému majetku										
B. III. Dlouhodobý finanční majetek	424 807	6,70%	432 664	6,73%	384 129	5,80%	124 374	1,97%	153 379	2,40%
B. III. 1. Podíly v ovládaných a řízených osobách	71 671	1,13%	91 918	1,43%	118 078	1,78%	123 815	1,96%	152 524	2,39%
2. Podíly v účetních jednotkách s podstatným vlivem	535	0,01%	419	0,01%	724	0,01%	532	0,01%	855	0,01%
3. Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	12 601	0,20%	327	0,01%	327	0,00%	27	0,00%		0,00%
4. Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným osobám a účetním jednotkám	340 000	5,37%	340 000	5,28%	265 000	4,00%		0,00%		0,00%
5. Jiný dlouhodobý finanční majetek										
6. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý fin. maj.										
C. Oběžná aktiva	2 522 216	39,81%	2 690 265	41,82%	3 006 974	45,43%	3 292 878	52,03%	3 494 830	54,69%
C. I. Zásoby	843 744	13,32%	879 143	13,66%	975 556	14,74%	835 017	13,19%	984 503	15,41%
C. I. 1. Materiál	285 863	4,51%	321 813	5,00%	402 597	6,08%	269 570	4,26%	366 315	5,73%
2. Nedokončená výroba a polotovary	127 211	2,01%	114 055	1,77%	122 228	1,85%	114 825	1,81%	87 657	1,37%
3. Výrobky	387 079	6,11%	343 850	5,34%	370 628	5,60%	400 107	6,32%	478 777	7,49%
4. Zvířata										
5. Zboží	43 591	0,69%	99 625	1,55%	80 103	1,21%	50 515	0,80%	51 754	0,81%
6. Poskytnuté zálohy na zásoby										
C. II. Dlouhodobé pohledávky										
C. II. 1. Pohledávky z obchodních vztahů										
2. Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami										
3. Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem										
4. Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení										
5. Dohadné účty aktivní										
6. Jiné pohledávky										
C. III. Krátkodobé pohledávky	1 627 073	25,68%	1 711 045	26,60%	1 933 854	29,22%	2 329 682	36,81%	2 425 711	37,96%
C. III. 1. Pohledávky z obchodních vztahů	1 055 227	16,65%	1 340 876	20,84%	1 485 111	22,44%	1 573 883	24,87%	1 446 371	22,63%
2. Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	200 460	3,16%	142 746	2,22%	106 266	1,61%		0,00%		0,00%
3. Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem										
4. Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění										
5. Stát - daňové pohledávky	287 781	4,54%	132 880	2,07%	91 239	1,38%	62 500	0,99%	117 929	1,85%
6. Ostatní poskytnuté zálohy	2 057	0,03%	17 363	0,27%	9 386	0,14%	6 366	0,10%	5 465	0,09%
7. Dohadné účty aktivní	8 491	0,13%		0,00%	7 000	0,11%	59 746	0,94%	169 598	2,48%
8. Jiné pohledávky	73 057	1,15%	77 381	1,20%	254 852	3,85%	144 776	2,29%	7 451	0,12%
C. IV. Krátkodobý finanční majetek	51 399	0,81%	100 077	1,56%	97 564	1,47%	128 179	2,03%	84 616	1,32%
C. IV. 1. Peníze	3 948	0,06%	35 474	0,55%	907	0,01%	7 221	0,11%	741	0,01%
2. Účty v bankách	47 451	0,75%	64 603	1,00%	96 657	1,46%	120 958	1,91%	83 875	1,31%
3. Krátkodobé cenné papíry a podíly										
D. Časové rozlišení	31 021	0,49%	27 267	0,42%	106 722	1,61%	21 398	0,34%	23 441	0,37%
D. I. Náklady příštích období	29 432	0,46%	25 946	0,40%	28 967	0,44%	18 585	0,29%	18 472	0,29%
D. I. 1. Komplexní náklady příštích období	220	0,00%		0,00%		0,00%		0,00%		0,00%
2. Příjmy příštích období	1 369	0,02%	1 322	0,02%	77 755	1,17%	2 813	0,04%	4 969	0,08%

	PASIVA CELKEM	6 336 328	100,00%	6 433 618	100,00%	6 618 667	100,00%	6 329 400	100,00%	6 390 617	100,00%
A.	Vlastní kapitál	2 630 765	41,52%	2 804 166	43,59%	2 771 946	41,88%	2 742 318	43,33%	2 513 870	39,34%
A. I.	Základní kapitál	1 460 384	23,05%	1 460 384	22,70%	1 460 384	22,06%	1 460 384	23,07%	1 460 384	22,85%
A. I. 1.	Základní kapitál	1 460 384	23,05%	1 460 384	22,70%	1 460 384	22,06%	1 460 384	23,07%	1 460 384	22,85%
2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly										
A. II.	Kapitálové fondy	34 979	0,55%	108 849	1,69%	167 770	2,53%	162 270	2,56%	-53 398	-0,84%
A. II. 1.	Emisní ážio										
2.	Ostatní kapitálové fondy	41 888	0,66%	41 888	0,65%	41 888	0,63%	42 180	0,67%	42 241	0,66%
3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	-6 909	-0,11%	66 961	1,04%	125 882	1,90%	120 090	1,90%	-95 639	-1,50%
4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách										
A. III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	292 077	4,61%	292 077	4,54%	292 077	4,41%	292 077	4,61%	292 077	4,57%
A. III. 1.	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	292 077	4,61%	292 077	4,54%	292 077	4,41%	292 077	4,61%	292 077	4,57%
2.	Statutární a ostatní fondy										
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let	406 686	6,42%	843 325	13,11%	942 856	14,25%	701 580	11,08%	607 608	9,51%
A. IV. 1.	Nerozdělený zisk minulých let	406 686	6,42%	843 325	13,11%	942 856	14,25%	701 580	11,08%	607 608	9,51%
2.	Neuhrazená ztráta minulých let										
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období	436 639	6,89%	99 531	1,55%	-91 141	-1,38%	126 007	1,99%	207 199	3,24%
B.	Cizí zdroje	3 673 313	57,97%	3 610 103	56,11%	3 793 245	57,31%	3 534 635	56,84%	3 828 581	59,91%
B. I.	Rezervy	11 912	0,19%	8 717	0,14%		0,00%	18 516	0,29%	10 000	0,16%
B. I. 1.	Rezerva podle zvláštních předpisů										
2.	Rezerva na důchody a podobné závazky										
3.	Ostatní rezervy	11 912	0,19%	8 717	0,14%					10 000	
B. II.	Dlouhodobé závazky	145 390	2,29%	165 258	2,57%	182 048	2,75%	153 803	2,43%	137 336	2,15%
B. II. 1.	Závazky z obchodních vztahů										
2.	Závazky k ovládaným a řízeným osobám										
3.	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem										
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení										
5.	Dohadné účty pasivní										
6.	Jiné závazky										
7.	Odložený daňový závazek	145 390	2,29%	165 258	2,57%	182 048	2,75%	153 803	2,43%	137 336	2,15%
B. III.	Krátkodobé závazky	851 313	13,44%	1 031 387	16,03%	1 550 678	23,43%	1 021 072	16,13%	1 341 645	20,99%
B. III. 1.	Závazky z obchodních vztahů	759 256	11,98%	993 512	15,44%	1 322 273	19,98%	881 982	13,93%	1 054 613	16,50%
2.	Závazky k ovládaným a řízeným osobám							39 311		50 116	
3.	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem										
4.	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení										
5.	Závazky k zaměstnancům	35 870	0,57%	35 774	0,56%	37 886	0,57%	40 747	0,64%	39 709	0,62%
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	19 378	0,31%	18 842	0,29%	20 166	0,30%	20 112	0,32%	21 223	0,33%
7.	Stát- daňové závazky a dotace	5 377	0,08%	9 232	0,14%	10 101	0,15%	22 485	0,36%	25 736	0,40%
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	22 270	0,35%	11 687	0,18%	3 937	0,06%	2 462	0,04%	2 938	0,05%
9.	Dohadné účty pasivní	1 852	0,03%	30 436	0,47%	4 028	0,06%	12 318	0,19%	20 993	0,33%
10.	Jiné závazky	7 310	0,12%	-67 896	-1,06%	152 287	2,30%	1 665	0,03%	126 317	1,98%
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	2 664 698	42,05%	2 404 741	37,38%	2 060 519	31,13%	2 341 244	36,99%	2 339 600	36,61%
B. IV. 1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	2 082 798	32,87%	1 978 565	30,75%	1 436 249	21,70%	2 335 000	36,89%	325 000	5,09%
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	581 899	9,18%	426 176	6,62%	624 270	9,43%	6 244	0,10%	2 014 600	31,52%
3.	Krátkodobé finanční výpomoci		0,00%								
C.	Časové rozlišení	32 250	0,51%	19 349	0,30%	53 476	0,81%	52 447	0,83%	48 166	0,75%
C. I. 1.	Výdaje příštích období	32 250	0,51%	17 751	0,28%	53 476	0,81%	52 447	0,83%	48 166	0,75%
2.	Výnosy příštích období			1 598	0,02%						

Tab. 4 Vertikální analýza rozvahy za období 2004 – 2008, odvětví

(v mil. Kč)	2004		2005		2006		2007		2008	
<b>Aktiva</b>	<b>80 656</b>	<b>100,00%</b>	<b>93 341</b>	<b>100,00%</b>	<b>106 738</b>	<b>100,00%</b>	<b>119 448</b>	<b>100,00%</b>	<b>96 435</b>	<b>100,00%</b>
Dlouhodobý majetek	36 856	45,70%	56 846	60,90%	65 908	61,75%	78 782	65,96%	58 506	60,67%
DNM+DHM	34 588	42,88%	37 003	39,64%	39 672	37,17%	40 866	51,87%	42 737	73,05%
DFM	2 268	2,81%	19 843	21,26%	26 236	24,58%	37 917	48,13%	15 769	26,95%
Oběžná aktiva	42 590	52,80%	35 287	37,80%	39 602	37,10%	39 635	33,18%	36 972	38,34%
Zásoby	10 683	13,25%	11 436	12,25%	13 074	12,25%	11 582	29,22%	12 202	33,00%
Pohledávky	27 505	34,10%	18 104	19,40%	21 972	20,58%	22 481	56,72%	20 662	55,89%
Fin. Majetek	4 402	5,46%	5 748	6,16%	4 556	4,27%	5 572	14,06%	4 108	11,11%
Ostatní aktiva	1 210	1,50%	1 208	1,29%	1 228	1,15%	1 031	0,86%	957	0,99%
<b>Pasiva</b>	<b>80 656</b>	<b>100,00%</b>	<b>93 341</b>	<b>100,00%</b>	<b>106 738</b>	<b>100,00%</b>	<b>119 448</b>	<b>100,00%</b>	<b>96 435</b>	<b>100,00%</b>
Vlastní kapitál	43 265	53,64%	51 421	55,09%	59 315	55,57%	64 144	53,70%	53 739	55,73%
Základní kapitál	14 730	18,26%	15 864	17,00%	16 524	15,48%	16 431	25,62%	17 263	32,12%
Nerozdělený zisk+fondy	22 006	27,28%	29 141	31,22%	37 233	34,88%	37 536	58,52%	27 648	51,45%
VH běžného období	6 529	8,09%	6 416	6,87%	5 558	5,21%	10 177	15,87%	8 829	16,43%
Cizí zdroje	33 755	41,85%	41 226	44,17%	46 430	43,50%	54 968	46,02%	42 516	44,09%
Rezervy	2 243	2,78%	1 171	1,25%	1 038	0,97%	1 982	3,61%	1 421	3,34%
Dlouhodobé závazky	3 480	4,31%	3 557	3,81%	4 530	4,24%	3 543	6,45%	4 452	10,47%
Krátkodobé závazky	13 100	16,24%	16 337	17,50%	15 912	14,91%	18 816	34,23%	17 047	40,10%
Bankovní úvěry a výpomoci	14 931	18,51%	20 142	21,58%	24 950	23,37%	30 628	55,72%	19 596	46,09%
Dlouhodobé bankovní úvěry	9 930	12,31%	11 373	12,18%	16 839	15,78%	10 675	34,85%	9 734	22,89%
Krátkodobé bankovní úvěry	5 001	6,20%	8 769	9,39%	8 111	7,60%	19 953	65,15%	10 862	25,55%
Ostatní pasiva	3 636	4,51%	6 93	0,74%	993	0,93%	336	0,28%	180	0,19%

Tab. 5 Procentuální rozbor položek nákladů a výnosů za období 2004 – 2008, společnost XYZ

(v tis. Kč)	2004	2005	2006	2007	2008
Tržby za prodej zboží	5%	5%	3%	2%	2%
Výkony	71%	71%	67%	67%	74%
- Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	71%	72%	67%	67%	74%
- Změna stavu zásob	0%	-1%	0%	0%	1%
- Aktivace	0%	0%	0%	0%	0%
Ostatní výnosy	24%	24%	30%	31%	24%
<b>VÝNOSY</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Náklady na zboží	4%	4%	3%	1%	1%
Výkonová spotřeba	55%	56%	54%	53%	59%
Nákladové úroky	1%	1%	1%	1%	1%
Odpisy DHM a DNM	4%	4%	4%	4%	5%
Osobní náklady	13%	9%	8%	8%	10%
Změna stavu rezerv a OP	0%	0%	0%	0%	0%
Ostatní náklady	24%	26%	31%	32%	24%
<b>NÁKLADY</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Tab. 6 Procentuální rozbor položek nákladů a výnosů za období 2004 – 2008, odvětví

(v mil. Kč)	2004	2005	2006	2007	2008
Tržby za prodej zboží	10%	10%	10%	12%	11%
Výkony	80%	83%	82%	81%	72%
- Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	78%	81%	81%	97%	95%
- Změna stavu zásob	0%	0%	0%	1%	1%
- Aktivace	2%	2%	1%	2%	4%
Ostatní výnosy	10%	7%	7%	7%	17%
<b>VÝNOSY</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Náklady na zboží	9%	9%	10%	12%	11%
Výkonová spotřeba	67%	67%	67%	67%	59%
Nákladové úroky	1%	1%	1%	1%	1%
Odpisy	4%	4%	4%	3%	3%
Osobní náklady	10%	11%	10%	9%	9%
Ostatní náklady	8%	7%	7%	6%	16%
Daně	2%	2%	1%	2%	2%
<b>NÁKLADY</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Tab. 7 Vývojové trendy položek nákladů a výnosů za období 2004–2008, společnost XYZ

(v tis. Kč)	05/04	06/05	07/06	08/07	08/04
Tržby za prodej zboží	55%	-27%	-38%	-22%	-45%
Výkony	54%	7%	0%	1%	67%
- Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	55%	5%	0%	1%	65%
- Změna stavu zásob	-1376%	171%	-58%	210%	1484%
- Aktivace	1548%	68%	-2%	3%	2704%
Ostatní výnosy	54%	40%	3%	-28%	60%
<b>VÝNOSY</b>	<b>54%</b>	<b>13%</b>	<b>-1%</b>	<b>-8%</b>	<b>60%</b>
Náklady na zboží	79%	-26%	-42%	-24%	-41%
Výkonová spotřeba	66%	11%	-3%	1%	81%
Nákladové úroky	74%	30%	18%	8%	188%
Odpisy DHM a DNM	61%	3%	4%	4%	80%
Osobní náklady	22%	1%	-1%	3%	27%
Změna stavu rezerv a OP	-445%	125%	-152%	-123%	-90%
Ostatní náklady	82%	36%	0%	-31%	72%
<b>NÁKLADY</b>	<b>64%</b>	<b>15%</b>	<b>-3%</b>	<b>-9%</b>	<b>68%</b>

Tab. 8 Vývojové trendy položek nákladů a výnosů za období 2004 – 2008, odvětví

(v mil. Kč)	05/04	06/05	07/06	08/07	08/04
Tržby za prodej zboží	11%	9%	27%	-1%	52%
Výkony	16%	7%	6%	-4%	25%
- Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	16%	8%	5%	-6%	23%
- Změna stavu zásob	-8%	43%	1%	94%	158%
- Aktivace	10%	-21%	51%	59%	109%
Ostatní výnosy	-17%	10%	10%	150%	151%
<b>VÝNOSY</b>	<b>12%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>40%</b>
Náklady na zboží	20%	12%	29%	-2%	70%
Výkonová spotřeba	15%	8%	3%	-3%	24%
Nákladové úroky	-8%	11%	37%	27%	79%
Odpisy	20%	1%	3%	0%	25%
Osobní náklady	14%	8%	-10%	9%	20%
Ostatní náklady	-3%	22%	-12%	187%	198%
Daně	-10%	-13%	71%	-23%	3%
<b>NÁKLADY</b>	<b>13%</b>	<b>9%</b>	<b>4%</b>	<b>10%</b>	<b>41%</b>



## PŘÍLOHA P IV: VYMEZENÍ NÁKLADŮ NA VLASTNÍ KAPITÁL POMOCÍ MODELU CAPM

Výpočet nákladů na vlastní kapitál pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv je dán vztahem:  $r_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$ . K získání nákladů na vlastní kapitál je tedy nutné znát bezrizikovou úrokovou míru, hodnotu  $\beta$  koeficientu a rizikovou prémii.

Bezrizikovou úrokovou míru jsem čerpala z internetových stránek Ministerstva průmyslu a obchodu ([www.mpo.cz](http://www.mpo.cz)). Hodnotu  $\beta$  pro nezadlužené podniky nabízí k dispozici internetové stránky profesora Damodarana ([www.damodaran.com](http://www.damodaran.com)). Jelikož zde byly dostupné údaje pro odvětví gumárenského průmyslu pouze do roku 2006, v ostatních letech jsem tedy ponechala hodnotu koeficientu tohoto roku. Stejný zdroj mi posloužil také ke zjištění rizikové premie, která již byla aktuální pro každý rok.

Analyzovaný podnik není nezadlužený, proto je potřeba  $\beta$  koeficient pro nezadlužené firmy přepočítat v každém roce na  $\beta$  zadluženého podniku. K přepočtu byl použit vztah:

$$\beta_z = \beta_N \times \left( 1 + (1 - T) \times \frac{CK_0}{VK_0} \right) \quad [12]$$

$$2004: \quad \beta_z = 0,63 \times \left( 1 + (1 - 0,28) \times \frac{1039471}{2311452} \right) = 0,83$$

$$2005: \quad \beta_z = 0,68 \times \left( 1 + (1 - 0,26) \times \frac{2678923}{2543026} \right) = 1,21$$

$$2006: \quad \beta_z = 0,85 \times \left( 1 + (1 - 0,24) \times \frac{2414399}{2669230} \right) = 1,43$$

$$2007: \quad \beta_z = 0,85 \times \left( 1 + (1 - 0,24) \times \frac{2087581}{2646156} \right) = 1,36$$

$$2008: \quad \beta_z = 0,85 \times \left( 1 + (1 - 0,21) \times \frac{2367975}{2586403} \right) = 1,46$$

