

**Projekt hodnocení finanční výkonnosti na základě moderního
ukazatele EVA a jeho následná implementace ve společnosti MND,
a.s.**

Bc. Andrea Kalužíková

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: **Andrea KALUŽÍKOVÁ**
Osobní číslo: **M08386**
Studijní program: **N 6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**

Téma práce: **Projekt hodnocení finanční výkonnosti na základě moderního ukazatele EVA a jeho následná implementace ve společnosti MND, a.s.**

Zásady pro vypracování:

Úvod

I. Teoretická část

- Zpracujte kritickou literární rešerši problematiky hodnocení finanční výkonnosti podniku se zaměřením na moderní ukazatel EVA.

II. Praktická část

- Analyzujte výkonnost podniku pomocí tradičních přístupů a proveďte benchmarking.
- Analyzujte výkonnost podniku pomocí ukazatele ekonomické přidané hodnoty.
- Vypracujte projekt implementace konceptu EVA do podniku MND, a.s.

Závěr

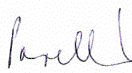
Rozsah diplomové práce: cca 70 stran
Rozsah příloh:
Forma zpracování diplomové práce: tištěná/elektronická

Seznam odborné literatury:

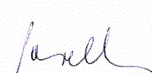
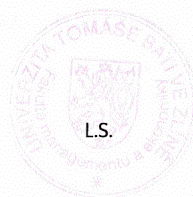
- [1] DLUHOŠOVÁ, D. Finanční řízení a rozhodování podniku. 2. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2008. 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6.
[2] MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. 2. přepracované a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
[3] NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. Výkonnost a tržní hodnota firmy. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2002. 216 s. ISBN 80-247-0125-1.
[4] RŮČKOVÁ, P. Finanční analýza. 2. aktualiz. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2007,2008. 120 s. ISBN 978-80-247-2481-2.
[5] SEDLÁČEK, J. Finanční analýza podniku. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2007. 154 s. ISBN 978-80-251-1830-6.

Vedoucí diplomové práce: Ing. Libor Fojtík
Ústav financí a účetnictví
Datum zadání diplomové práce: 29. března 2010
Termín odevzdání diplomové práce: 3. května 2010

Ve Zlině dne 29. března 2010



doc. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka



doc. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
ředitel ústavu

ABSTRAKT

Diplomová práce se zabývá moderním konceptem měření výkonnosti EVA a jeho implementací do společnosti Moravské naftové doly, a.s. Hodnocení výkonnosti podniku je nejprve provedeno na základě tradičních ukazatelů a srovnáno s konkurenčním podnikem. Následně je použito moderního měřítka ekonomické přidané hodnoty k hodnocení výkonnosti podniku a poté je podrobně popsán návrh implementace konceptu EVA do podniku.

Klíčová slova: ekonomická přidaná hodnota, výkonnost podniku, implementace, finanční analýza

ABSTRACT

The Master's thesis is concerned with the modern concept measuring efficiency EVA and its implementation to company Moravské naftové doly, a.s. The company evaluation efficiency is first used by traditional indicators and is compared with the competition company. Consequently is used modern indicators Economic Value Added to company evaluation efficiency and then is in detail described suggest of the implementation concept EVA to company.

Keywords: Economic Value Added, company efficiency, implementation, financial analysis

Toto poděkování bych ráda věnovala jen jediné osobě a to svému vedoucímu Ing. Liboru Fojtíkovi, který i přes své pracovní vytížení, si na mne udělal chvilku čas a byl mi nápomocen při zpracování mé diplomové práce.

Motto:

Člověk nedosahuje své dokonalosti tím, co má, dokonce ani tím, co dělá, ale jedině tím, čím je.

Oscar Wilde

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

OBSAH

ÚVOD	9
TEORETICKÁ ČÁST	10
1 VÝKONNOST PODNIKU	11
1.1 POJETÍ HODNOCENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU VČERA A DNES.....	11
1.2 SHAREHOLDER VALUE A STAKEHOLDER VALUE.....	12
2 VYUŽITÍ FINANČNÍ ANALÝZY PŘI HODNOCENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU	14
2.1 VÝVOJ FINANČNÍ ANALÝZY	14
2.2 VÝZNAM A KRITÉRIA FINANČNÍ ANALÝZY VE FINANČNÍM ŘÍZENÍ PODNIKU.....	14
2.3 HLAVNÍ ÚKOLY FINANČNÍ ANALÝZY PŘI HODNOCENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI	15
2.4 CÍLE A RIZIKA FINANČNÍ ANALÝZY	16
2.5 UŽIVATELÉ FINANČNÍ ANALÝZY	17
2.6 INFORMAČNÍ ZDROJE PRO FINANČNÍ ANALÝZU	18
2.7 PŘÍSTUPY K HODNOCENÍ EKONOMICKÝCH PROCESŮ	20
3 METODY HODNOCENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI PODNIKU	21
3.1 METODY ELEMENTÁRNÍ ANALÝZY.....	21
3.1.1 Analýza stavových ukazatelů	21
3.1.2 Analýza rozdílových a tokových ukazatelů.....	22
3.1.3 Přímá analýza intenzivních ukazatelů (poměrová analýza)	24
3.1.4 Analýza soustav ukazatelů	25
3.1.4.1 Pyramidové soustavy ukazatelů	25
3.1.5 Bonitní a bankrotní modely.....	29
3.2 MODERNÍ METODY HODNOCENÍ VÝKONNOSTI	30
3.2.1 Tržní přidaná hodnota (MVA)	31
3.2.2 Cash Flow on Investment (CFROI).....	32
3.2.3 Excess Return	33
3.2.4 Total Shareholder Return (TSR)	34
3.2.5 Shareholder Value Added (SVA).....	34
3.2.6 Cash Return on Gross Assets (GROGA)	34
3.2.7 Balanced Scorecard (BSC).....	34
3.2.8 Ekonomická přidaná hodnota (EVA).....	36
3.2.8.1 Výpočet základních položek ukazatele EVA.....	37
3.2.8.2 Možnosti použití ukazatele EVA	42
3.2.8.3 Tradiční bonusový systém	46
3.2.8.4 EVA bonusový systém.....	46
3.2.8.5 Moderní verze bonusového systému EVA.....	47
3.2.8.6 Výhody a nevýhody použití ukazatele EVA	47
3.2.8.7 Implementace konceptu EVA do podniku	48
PRAKTICKÁ ČÁST	52
4 PROFIL SPOLEČNOSTI MND, A.S.	53

4.1	IDENTIFIKAČNÍ ÚDAJE.....	53
4.2	ZÁKLADNÍ INFORMACE O SPOLEČNOSTI MORAVSKÉ NAFTOVÉ DOLY, A. S.	53
4.3	VEDENÍ SPOLEČNOSTI K 31. 12. 2008	54
4.4	STRUKTURA PRACOVNÍKŮ	55
4.5	BUDOUCÍ VÝVOJ SPOLEČNOSTI	55
5	KONKURENCE.....	57
5.1	IDENTIFIKAČNÍ ÚDAJE O SPOLEČNOSTI.....	57
5.2	AKCIONÁŘI A VEDENÍ SPOLEČNOSTI	57
5.3	STRUKTURA PRACOVNÍKŮ	58
6	SWOT ANALÝZA	59
6.1	SILNÉ STRÁNKY	59
6.1.1	Před provedením finanční analýzy	59
6.1.2	Po provedení finanční analýzy	59
6.2	SLABÉ STRÁNKY	59
6.2.1	Před provedením finanční analýzy	59
6.2.2	Po provedení finanční analýzy	60
6.3	PŘÍLEŽITOSTI.....	60
6.3.1	Před provedením finanční analýzy	60
6.3.2	Po provedení finanční analýzy	60
6.4	HROZBY	61
6.4.1	Před provedením finanční analýzy	61
6.4.2	Po provedení finanční analýzy	61
7	HODNOCENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU NA ZÁKLADĚ KLASICKÝCH UKAZATELŮ	62
8	HODNOCENÍ VÝKONNOSTI NA ZÁKLADĚ UKAZATELE EVA.....	66
8.1	VYMEZENÍ NOA (C)	66
8.1.1	Aktivace položek.....	66
8.1.1.1	Leasing.....	66
8.1.1.2	Oceňovací rozdíly	67
8.1.1.3	Aktivace nákladů s dlouhodobými předpokládanými účinky.....	67
8.1.1.4	Goodwill	67
8.1.1.5	Tiché rezervy.....	67
8.1.2	Vyčlenění neoperativních aktiv	67
8.1.2.1	Krátkodobý finanční majetek.....	67
8.1.2.2	Dlouhodobý finanční majetek.....	68
8.1.2.3	Nedokončené investice	68
8.1.2.4	Jiná aktiva nepotřebná k operativní činnosti.....	68
8.1.3	Neúročený cizí kapitál.....	68
8.2	VYMEZENÍ NOPAT.....	69
8.3	VÝPOČET WACC.....	70
8.3.1	Stanovení nákladů na cizí kapitál.....	70

8.3.1.1	Bankovní úvěr	70
8.3.1.2	Leasing	71
8.3.1.3	Průměrné náklady dluhu	72
8.3.2	Stanovení nákladů na vlastní kapitál	72
8.3.2.1	Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM)	72
8.3.2.2	Průměrná rentabilita v odvětví	73
8.3.2.3	Odvození nákladů vlastního kapitálu z nákladů cizího kapitálu	73
8.3.2.4	Stavebnicový model	73
8.3.3	Stanovení vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC)	75
8.3.4	Závěr k nákladům na kapitál	75
8.3.5	Výpočet EVA	75
8.4	PYRAMIDOVÝ ROZKLAD PODNIKU MORAVSKÉ NAFTOVÉ DOLY, A.S	77
8.5	SHRNUTÍ A DOPORUČENÍ	81
9	IMPLEMENTACE KONCEPTU EVA DO PODNIKU MND, A.S.	83
9.1	ROZHODNUTÍ O ZAVEDENÍ KONCEPTU EVA DO FIRMY NA ÚROVNI TOP MANAGEMENTU	83
9.2	STRATEGICKÉ ROZHODNUTÍ O SYSTÉMU EVA	83
9.2.1	Measurement – návrh způsobu a postupů měření tvorby hodnoty	84
9.2.2	Management – řízení a rozhodování v rámci celé organizace	85
9.2.3	Motivation – plán motivace manažerů a zaměstnanců	86
9.2.4	Mindset – vzdělávání a výcvik zaměstnanců	88
9.3	IMPLEMENTAČNÍ PLÁN	89
	ZÁVĚR	94
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	96
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK	98
	SEZNAM OBRÁZKŮ	100
	SEZNAM TABULEK	101
	SEZNAM PŘÍLOH	103

ÚVOD

Nacházíme se v 21. století, v době velké globalizace, tvrdé konkurence a především v období finanční krize, která nepříznivě ovlivnila všechny obyvatele naší země i celého světa. Každá i ta největší a do této doby nejvýkonnější firma si musela začít utahovat opasky, snižovat náklady a hledat úspory na všech frontách, aby se udržela nad vodou. A právě v této chvíli si každá společnost uvědomovala, jak je velmi důležité správně vyhodnotit svou výkonnost, aby se odhalily ty faktory, které na podnik působí negativně a naopak ty, které na něj mají pozitivní vliv.

Nynější situace donutila manažery i vlastníky podniků k zamyšlení, zda stačí jen maximalizovat zisk společnosti. Nebo raději zapojit do podnikového procesu i ty nejnižší postavené pracovníky a zvyšovat tím hodnotu vložených prostředků pro vlastníky podniku, přičemž odměnit i ty zaměstnance, kteří se na vytváření hodnoty podíleli. Z výše uvedeného vyplývá, že se začalo nejen teoreticky polemizovat, ale i prakticky přemýšlet o výhodách a nevýhodách „tradičních ukazatelů“ hodnocení výkonnosti a porovnávat je s „moderními ukazateli“.

V teoretické části se budu věnovat jak tradičním, tak i moderním měřítkům výkonnosti v podniku, jejich vzájemnému porovnání silných a slabých stránek. Poté se zaměřím na ekonomickou přidanou hodnotu, její využití ve firmě a zavedení konceptu EVA do společnosti.

V následující praktické části představím společnost Moravské naftové doly, a.s. a také jednoho z mála konkurentů v České republice společnost Českou těžařskou, a.s. Na začátku provedu hodnocení výkonnosti na základě tradičních ukazatelů, které jsou ve firmě využívány a poté provedu benchmarking s konkurencí. Vzápětí vyhodnotím výkonnost pomocí konceptu EVA a identifikuji dle pyramidového rozkladu všechny faktory ovlivňující ekonomickou přidanou hodnotu. Závěrem této části shrnu veškeré pozitivní i negativní faktory a doplním je doporučeními, jak zvýšit tvorbu hodnoty pro vlastníka.

Následně zpracuji návrh na implementaci konceptu ekonomické přidané hodnoty do společnosti Moravské naftové doly, a.s., včetně přínosů a nákladů, které při implementaci firmě vzniknou.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 VÝKONNOST PODNIKU

Co si máme představit pod pojmem výkonnost podniku? Je to podíl na trhu, počet zaměstnanců, velikost tržeb či cash flow nebo silná konkurenceschopnost. Pojem výkonnost nejčastěji souvisí se schopností firmy zhodnotit vložené prostředky do podnikatelských aktivit. Ovšem toto pojetí vede často pouze k jednomu názoru, že výkonná firma je pouze ta, která má vynikající hospodářské výsledky, což je neúplné podání definice výkonnosti. Jelikož s každou firmou je spojeno více osob hodnotících výkonnost podniku podle odlišných hledisek.

Zákaznický pohled na výkonnost firmy spočívá v hodnocení včasné nabídky kvalitních výrobků a služeb podle jeho přání a potřeb za rozumnou cenu, kterou je zákazník ochoten zaplatit.

Podle *manažera* je firma výkonná, pokud má jednak stabilní podíl na trhu, loajální zákazníky, nízké náklady, vyrovnané cash flow, je likvidní a rentabilní – tzn. že podnik prosperuje a je konkurenceschopný.

Zájem vlastníků se zaměřuje na dosažení co nejvyššího zhodnocení jimi vloženého kapitálu do firmy a to v co nejkratším čase. [12]

1.1 Pojetí hodnocení výkonnosti podniku včera a dnes

Dnešní ekonomické prostředí je ovlivňováno globalizačními trendy, zostřováním konkurence, otvíráním nových trhů, fúzemi a akvizicemi. Aby v tomto prostředí dokázal být podnikatelský subjekt úspěšný, musí umět flexibilně reagovat na změny podnikatelských podmínek, sledovat a provádět pravidelná hodnocení hospodářské výkonnosti v závislosti na konkurenci a investovat do jejího navýšení. Aktuální koncepcí hodnocení výkonnosti managementu v dnešním světě globalizace je Value Based Management nebo-li hodnotové řízení. Podstatou této koncepce je spojení zájmů managementu a vlastníků tak, aby došlo k užšímu provázání analýzy finanční výkonnosti podniku s tvorbou hodnoty pro vlastníky. Mezi moderní měřítka výkonnosti podniku patří např. Economic Value Added (EVA), Market Value Added (MVA), Cash Flow Return On Investment (CFROI) a další. [1,5,7]

Z hlediska vlastníků je základním kritériem výkonnosti firmy čistá současná hodnota (Net Present Value). Pro každého vlastníka firmy je nejdůležitější, aby mu firma přinesla více,

než do ní na začátku vložil. Pokud při výpočtu čistá současná hodnota investice do podniku vyjde kladná, došlo k naplnění cíle vlastníka a vyčíslení zvýšení jeho hodnoty.

Pro čistou současnou hodnotu platí: $NPV = PV - I$

Kde: NPV – čistá současná hodnota

PV – hodnota firmy pro vlastníka

I – je výše investice vlastníka do firmy

Přičemž je firma výkonná, pokud $NPV > 0$. Aby vlastníci maximalizovali bohatství, musí maximalizovat čistou současnou hodnotu. [5]

Z historie jsou známy názory na měření výkonnosti podniku, které se vyvíjely od úzkého pojetí výkonnosti na pouhé měření podílu tržeb na zisku, resp. ziskové marže, přes snahu o maximalizaci nebo-li růst zisku, rentabilitu vloženého kapitálu až po moderní pojetí tvorby hodnoty pro vlastníky a hodnotové řízení. Vývoj ukazatelů finanční výkonnosti je shrnut v následující tabulce. [7]

Tab. 1. Vývoj ukazatelů finanční analýzy [7]

1. generace	2. generace	3. generace	4. generace
Historie	80. léta	90. léta	Současnost
Zisková marže	Růst zisku	Výnosnost kapitálu ROA, ROE, ROI	Tvorba hodnoty pro vlastníky
Zisk/Tržby	Maximalizace zisku	Zisk/Investovaný kapitál	EVA, CFROI, MVA

1.2 Shareholder value a stakeholder value

Každá firma je svázána s množstvím různých zájmů (hodnota = prospěch, který firma přinese) svých stakeholderů nebo-li zainteresovaných stran. K nimž mimo jiné patří vlastníci-shareholders, zákazníci, dodavatelé, věřitelé, zaměstnanci atd. Aby nešly jednotlivé zájmy proti sobě, uplatňuje se zde teorie řízení hodnoty (VBM), která maximalizuje shareholder value a ta je předpokladem pro zvýšení stakeholder value. Jinými slovy, pokud přináší firma prospěch vlastníkům, může dlouhodobě přinášet prospěch všem zúčastněným stakeholderům.

Shareholders-vlastníci nesou na svých bedrech největší riziko a to je riziko podnikání, proto požadují v závislosti na velikosti rizika i dostatečný výnos. Platí zde pravidlo -> čím vyšší riziko je podstupováno, tím vyšší výnos je požadován.

Stakeholderům záleží na dlouhodobé existenci a dobré finanční situaci podniku, ovšem každý z nich sleduje svůj vlastní zájem a mají svůj vlastní cíl, kterého by chtěli dosáhnout. Vlastníci chtějí maximalizovat hodnotu, věřitelé požadují splacení závazků i s úroky, zaměstnanci usilují o zvyšování mzdy, dodavatelé chtějí maximální ceny i množství dodané produkce a zákazníci zase minimální ceny produkce. Každý stakeholder posuzuje hodnotu podniku podle toho, co do něj vložil. Stakeholdeři jsou z vytvořené hodnoty podniku uspokojování jako první, až zbylá část nerozdělené hodnoty náleží vlastníkům.

Je tedy nezbytné preferovat koncepci shareholder value, jelikož je to současně jediná cesta zvyšování stakeholder value. [5,7]

2 VYUŽITÍ FINANČNÍ ANALÝZY PŘI HODNOCENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU

Neustále se měnící ekonomické prostředí, přináší také změny do firem, které jsou součástí tohoto prostředí. Proto se úspěšná firma při svém hospodaření již neobejde bez rozboru své vlastní finanční situace. Finanční analýza je v podstatě nástrojem diagnózy ekonomických systémů, umožňuje nejen poskytnout informaci o finančním zdraví podniku, tj. v jakém stavu se nachází k danému okamžiku, ale také co lze očekávat do budoucna. Z výše uvedených důvodů, by se každá firma bez ohledu na její velikost či předmět podnikání měla zabývat finanční analýzou, která jí může přinést podstatné informace při řízení a budoucím rozhodování o nových investicích či vstupech na nové segmenty trhu. [2,8,9]

2.1 Vývoj finanční analýzy

Finanční analýzy se vyvíjely podle doby, ve které měly fungovat. Původ této analýzy je pravděpodobně stejně starý jako vznik peněz. Za kolébku finančních analýz jsou považovány Spojené státy americké, i když se jednalo ryze o teoretické práce, které s praktickou analýzou neměly nic společného. Prakticky jsou analýzy využívány už po několik desetiletí. Struktura analýz se změnila především s využitím počítačů, neboť se změnily i matematické principy a důvody, které vedly k jejich sestavování. [8]

V Čechách lze za počátek finančních analýz označit začátek 20. Století, kdy se poprvé v literatuře objevuje pojem „analýza bilanční“ ve spise „Bilance akciových společností“, který sepsal prof. Dr. Pazourek. Pojem finančních analýz se v našich podmínkách začíná hojně používat až po roce 1989. [8]

2.2 Význam a kritéria finanční analýzy ve finančním řízení podniku

Finanční analýza se v posledních patnácti letech v České republice stala oblíbeným nástrojem při hodnocení reálné ekonomické situace firmy a především neoddelitelným prvkem podnikového řízení.

K základním cílům finančního řízení podniku je možno zařadit dosahování finanční stability, kterou je možno hodnotit pomocí dvou základních kritérií:

- Schopnost vytvářet zisk, zajišťovat přírůstek majetku a zhodnocovat vložený kapitál – toto kritérium je obecně považováno za nedůležitější, neboť každý vstupuje do podnikání s myšlenkou zhodnocování peněz, respektive navýšení vlastního bohatství
- Zajištění platební schopnosti podniku – bez platební schopnosti většinou neexistuje možnost firmy nadále fungovat a po čase může vést k ukončení podnikatelské činnosti

Finanční analýza má svůj smysl také z časového pohledu: Jednak se ohlížíme do minulosti a hodnotíme, jak se firma vyvíjela až do současnosti a také nám slouží k finančnímu plánování ve všech časových rovinách. Umožňuje nám plánování jak krátkodobé spojené s běžným chodem firmy, tak i strategické související s dlouhodobým rozvojem firmy. Tudíž výsledky zjištěné z finanční analýzy na základě údajů z minulosti, nám umožňuje plánování finančních perspektiv do budoucna. [8]

Informace získané pomocí finanční analýzy umožňují dospět k závěrům o celkovém hospodaření a finanční situaci podniku, představují podklad nejen pro finanční řízení podniku, ale mají význam i pro firmu jako celek. Při zpracování finanční analýzy se jedná o identifikaci slabých stránek ve finančním zdraví firmy, které by mohly vést v budoucnu k problémům, a silných stránek souvisejících s možným zhodnocením majetku firmy. Finanční analýza má svůj význam nejen uvnitř firmy, ale také při pohledu zvenčí. Např. vnitřní finanční analýzy ukazují zaměstnancům, kam směřovat hodnocení likvidity firmy nebo možnosti zaměření výroby. Naopak finanční analýzy mohou být důležité pro banky či věřitele, jelikož ovlivňují úvěrový a investiční potenciál dané firmy. [8,9]

2.3 Hlavní úkoly finanční analýzy při hodnocení finanční výkonnosti

Hlavním úkolem finanční analýzy je komplexní posouzení úrovně současné finanční situace podniku (finanční zdraví), posouzení budoucí finanční situace podniku a příprava opatření, které povedou ke zlepšení ekonomické situace podniku, zajištění další prosperity podniku a k přípravě a zkvalitnění rozhodovacích procesů. Finanční zdraví je důležité pro všechny aktivity v analyzovaném podniku, aby se všichni podíleli stejným dílem na dosažení daného cíle. Jelikož je důležité, aby nedocházelo k upřednostňování určitých oblastí a naopak k vynechání oblastí, které nakonec mohou způsobit podniku nemalé

finanční ztráty. Tudíž se musí posuzovat celkové zdraví firmy a případné nápravy se musí provádět také v celém podniku. [1]

2.4 Cíle a rizika finanční analýzy

Finanční analýza je soubor činností, které mají za cíl získat informace převážně z účetnictví či dalších oblastí pro ekonomicko-finanční řízení podniku a také napomoci externím subjektům při rozhodování o spolupráci s daným podnikem. Metody finanční analýzy jsou základním nástrojem pro interpretaci o tom, jak podnik plní své předem stanovené cíle. Základním cílem každého podniku je obvykle dosažení dané rentability při zajištění likvidity, přičemž rentabilita představuje schopnost vytvořit zisk z vloženého kapitálu a likvidita je schopnost hradit své závazky nyní i v budoucnu. Ovšem vrcholným cílem podniku je zvyšování jeho ekonomické hodnoty, která je důležitá pro všechny interní i externí subjekty firmy.

Mezi rizika finanční analýzy patří tři nejzákladnější a také nejdůležitější:

- 1) Riziko vycházející z kvalitativních požadavků na finanční výkaznictví, které jsou dány § 8 zákona o účetnictví. Účetnictví musí být správné, tzn. odpovídat zákonu o účetnictví a ostatním právním předpisům, úplné, aby byly zaúčtovány všechny účetní případy za dané období, průkazné a srozumitelné. A také musí být vedeno takovým způsobem, které zaručuje trvalost účetních záznamů, tzn. úschova a zpracování účetních záznamů musí odpovídat zákonu o účetnictví. Všechny výsledky finanční analýzy jsou závislé na pravdivosti vstupních účetních údajů, proto je na ně kladen tak velký důraz a základní požadavky jsou stanoveny zákonem.
- 2) Riziko izolované interpretace spočívá v tom, že při hodnocení finanční situace se klade příliš velký důraz na dosažení zisku a tomu se také přizpůsobují následná opatření. Ovšem nastává zde riziko v podobě finanční nestability či nedostatečné likvidity, kterou pokud podnik opomene, tak se může dostat do velmi obtížně řešitelné situace, která může vyústit v likvidaci či vyhlášení konkurzu.
- 3) Riziko omezení vypovídací schopnosti finančních výkazů, které ovšem v některých směrech nepředstavují reálnou ekonomickou situaci, ale popisují pouze právní stav. Finanční ukazatelé vycházející z údajů v rozvaze musí mít předpoklady pro reálné použití při finančním hodnocení podniku:

- Rozvaha musí obsahovat všechny aktiva a pasiva, která by mohla finanční hodnocení ovlivnit
- Ocenění rozvahových položek by mělo vyjadřovat reálnou hodnotu
- Rozvaha musí jednoznačně vykazovat, kdy jsou splatné závazky, resp. kdy je nutné položky majetku zpeněžit [3]

2.5 Uživatelé finanční analýzy

Všichni uživatelé finanční analýzy musí formulovat cíl, kterého chtějí dosáhnout pomocí vypracované finanční analýzy. Na základě těchto cílů se zvolí taková metoda, aby odpovídala časové a finanční náročnosti na zpracování. Pro každého uživatele je vhodná jiná metoda pro získání potřebných informací.

Pro vedení podniku (management) je z krátkodobého hlediska nejdůležitější platební schopnost podniku, z hlediska provozní analýzy zkoumá strukturu zdrojů a finanční nezávislost podniku, ale také je pro velmi důležitá ziskovost, jelikož se musí zodpovídat vlastníkům firmy. Velmi důležitým parametrem je pro management je také sledování likvidity, který umožňuje rozhodovat se o obchodně úvěrové politice a to jak ve vztahu k věřitelům, tak i k dodavatelům.

Vlastníci (investoři) podniku si ověřují míru zhodnocení vloženého kapitálu, jak vedení podniku hospodaří s vloženým kapitálem a jaký je budoucí potenciál podniku. Jejich základním cílem je maximalizovat tržní hodnotu vlastního kapitálu společnosti, zajímá je vývoj tržních ukazatelů, ukazatelů ziskovosti a také vztah peněžních toků k dlouhodobým závazkům.

Věřitelé:- Financující banky zajímá především dlouhodobá likvidita a ziskovost v dlouhém časovém horizontu. Důležitá je pro ně rovněž schopnost tvorby finančních prostředků a stabilita jejich toků.

- Pro obchodní partnery je důležité plnění uzavřených smluv, tedy platební schopnost, struktura oběžných aktiv, krátkodobých závazků a samozřejmě průběh cash flow.

Pro všechny věřitele všeobecně je podstatné vrácení vložených finančních prostředků. [3,8]

2.6 Informační zdroje pro finanční analýzu

Kvalita informací závisí na použitých vstupních údajích, které musí být nejen kvalitní, ale i komplexní. Je nutné shromáždit všechna data, která by mohla jakkoliv zkreslit výsledky hodnocení finanční výkonnosti podniku.

Základním zdrojem informací pro finanční analýzu jsou především následující výkazy:

- 1) Finančního účetnictví, které lze označit za externí, jelikož poskytují informace zejména externím uživatelům. Dávají přehled o stavu a struktuře majetku, zdrojích krytí, tvorbě a užití výsledku hospodaření a také o pohybu peněžních prostředků. Jsou považovány za základním zdrojem pro finanční analýzu, jde totiž o veřejně dostupné zdroje, které je podnik povinen minimálně jednou ročně zveřejňovat.
- 2) Vnitropodnikového účetnictví, které si vytváří podnik sám podle svých potřeb. Tyto informace jsou interního charakteru a nejsou veřejně dostupné. Ovšem tyto informace vedou ke zpřesnění výsledků finanční analýzy a umožňují eliminovat riziko odchylky od skutečnosti, neboť se tyto výkazy sestavují častěji a díky tomu se vytvářejí podrobnější časové řady pro finanční analýzu velmi důležité. Patří sem například výkazy podnikových nákladů v různém členění, výkazy o spotřebě nákladů na jednotlivé výkony či v jednotlivých střediscích apod. [1,8]

Mezi další zdroje informací patří:

Finanční informace zahrnující prognózy finančních analytiků a vedení firmy, burzovní informace, zprávy o vývoji měnových relací a úrokových měr.

Kvantifikovatelné nefinanční informace obsahují firemní statistiky produkce, odbytu, zaměstnanosti, prospekty, normy spotřeby, interní směrnice.

Nekvantifikovatelné informace představují zprávy vedoucích pracovníků jednotlivých útvarů firmy, komentářů manažerů, odborného tisku, nezávislá hodnocení, prognózy. [1]

Základní účetní výkazy, na základě kterých se zpracovává finanční analýza:

- rozvaha,
- výkaz zisku a ztráty,
- výkaz o tvorbě a použití peněžních prostředků (cash flow).

Struktura rozvahy a výkazu zisku a ztráty je závazně stanovena Ministerstvem financí a jsou povinnou součástí účetní závěrky. Doplnujícím výkazem je přehled o peněžních tocích, který není standardizován, ale má stejnou vypovídací schopnost jako předchozí dva výkazy. Firmy mají povinnost vyplývající z obchodního zákoníku si nechat ověřit účetní závěrku auditorem a zveřejnit jeho výrok v obchodním věstníku do jednoho měsíce ode dne konání valné hromady. Další povinností je u těchto firem zhotovovat výroční zprávu, která informuje majitele, obchodní partnery, potenciální investory, finanční ústavy a zákazníky o majetkové, finanční a důchodové situaci. Také může sloužit k propagaci společnosti.

Rozvaha

Rozvaha zachycuje stav majetku (aktiv) a zdrojů jeho financování (pasiv) k určitému datu. Jde o získání věrného obrazu ve třech oblastech – majetku, zdrojů financování a finanční situace podniku.

Výkaz zisku a ztráty

Výkaz zisku a ztráty je přehled o výnosech, nákladech a výsledku hospodaření za určité období. Na základě analýzy výkazu zisku a ztráty se snažíme najít odpověď na otázku: Jak jednotlivé položky nákladů a výnosů ovlivňují hospodářských výsledek? Informace získané z analýzy výkazu zisku a ztráty jsou významným podkladem pro hodnocení ziskovosti podniku.

Výkaz o tvorbě a použití peněžních toků (cash flow)

Tento výkaz podává informace o peněžních tocích v průběhu účetního období. Peněžními toky rozumíme příjmy a výdaje peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů. Výkaz cash flow poskytuje informace o struktuře finančních zdrojů, o finančně hospodářské politice podniku, o struktuře užití finančních prostředků a v neposlední řadě také o délce vázanosti finančních prostředků, která má vliv na změny likvidity podniku.

Příloha

Příloha se připojuje k účetní závěrce a musí obsahovat údaje o dané účetní jednotce, informace o účetních metodách, obecných účetních zásadách a způsobech oceňování. Dále musí obsahovat doplňující informace k rozvaze a výkazu zisku a ztráty. [8]

2.7 Přístupy k hodnocení ekonomických procesů

V rámci klasické finanční analýzy se využívají dvě navzájem propojené části. První z nich je kvalitativní nebo-li fundamentální analýza a druhou je kvantitativní nebo-li technická analýza. Uvedené přístupy se od sebe liší ve volbě posuzovaných dat a jejich hodnocení.

- **Fundamentální analýza** – se zakládá na rozsáhlých znalostech vzájemných souvislostí mezi ekonomickými a mimoekonomickými jevy, na zkušenostech odborníků, ale i na jejich subjektivních odhadech a na individuálních citech pro dané situace a na vývoj trendů. Pracuje s velkým množstvím kvalitativních údajů, v případě využívání kvantitativních informací je vyhodnocení prováděno bez použití algoritmizovaných postupů. V rámci této analýzy se nejprve identifikuje vnitřní a vnější ekonomické prostředí podniku. Poté se analyzuje, v jaké fázi života se podnik nachází a jaký je charakter podnikových cílů. Mezi metody fundamentální analýzy patří např. SWOT analýza, metoda kritických faktorů úspěšnosti, metoda analýzy portfolia dvou dimenzí, BCG matice nebo metoda balanced scorecard. Tyto metody jsou založeny převážně na verbálním hodnocení.
- **Technická analýza** – využívá ke kvantitativnímu zpracování ekonomických dat matematické, statistické a další algoritmizované metody s následným kvalitativním posouzením ekonomických výsledků. Do postupu technické analýzy jsou obvykle zahrnovány následující etapy: výběr srovnatelných podniků, příprava dat a ukazatelů, sběr dat a ověření použitelnosti ukazatelů, výběr metody analýzy a výběr ukazatelů, výpočet ukazatelů, zhodnocení pozice podniku, analýza vývoje ukazatelů v čase, analýza vztahů mezi ukazateli pomocí pyramidové soustavy, následují korekce a zjištění odchylek a nakonec se vytváří návrh na opatření ve finančním plánování a řízení. Díky využití algoritmů se tato analýza zjednodušila a i méně zkušený finanční analytik dokáže vyhodnotit finanční výkonnost podniku a na základě porovnání s konkurencí dokáže sestavit vhodná doporučení pro zlepšení stávající situace. I přes své nedostatky se tato analýza stala oblíbeným a využívaným nástrojem finančního řízení firem v tržních ekonomikách. [9]

3 METODY HODNOCENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI PODNIKU

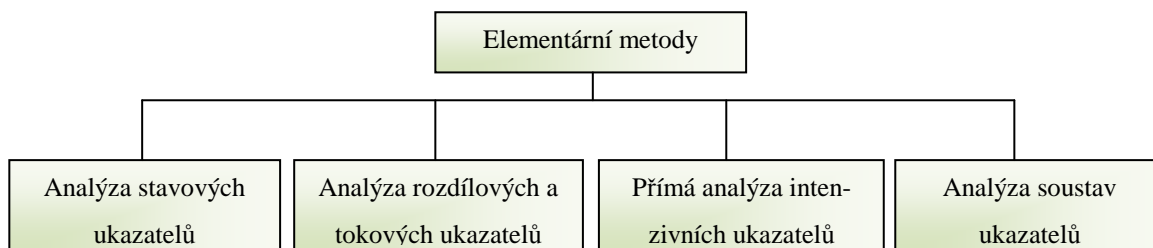
Metody používané při hodnocení finanční výkonnosti můžeme rozdělit na dvě skupiny, jedna z nich využívá elementární matematiku a druhá je založená na složitějších matematických postupech a myšlenkách. Obecně platí, že každá použitá metoda musí mít zpětnou vazbu na cíl, který má splnit, ale také musí z profesionálního hlediska u každého analytika fungovat sebekontrola toho, zda daná metoda nejlépe odpovídá vytýčenému cíli. Zjednodušeně lze říci, že čím je lepší metoda, tím je spolehlivější závěr a tím i nižší riziko špatného rozhodnutí a tím pádem i vyšší naděje na úspěch.

V následující části se budu blíže věnovat elementárním metodám, jelikož vyšší metody jsou závislé na hlubších znalostech matematické statistiky a také na teoretických i praktických ekonomických znalostech a při aplikaci těchto metod se využívá kvalitní software. [8]

3.1 Metody elementární analýzy

Finanční analýza v sobě zahrnuje velmi důležité časové hledisko, dle kterého se veličiny rozlišují na stavové a tokové. Stavové veličiny se vztahují k danému časovému okamžiku (data z rozvahy) a tokové veličiny se pak vztahují k danému časovému intervalu (data z výkazu zisku a ztráty).

Ve schématu jsem shrnula členění elementárních metod, které jsou rozděleny do několika skupin, ovšem jako celek znamenají komplexní finanční rozbor hospodaření podniku.



Obr. 1. Členění elementárních metod [8]

3.1.1 Analýza stavových ukazatelů

Horizontální analýza

Tento typ analýzy přejímá data přímo z účetních výkazů a sleduje změny absolutních ukazatelů v čase a také zjišťuje relativní (procentní) změny těchto ukazatelů. Umožňuje tak zachytit vývojové trendy ve struktuře majetku i kapitálu podniku. Je nejčastěji používanou a nejjednodušší metodou při hodnocení hospodářské situace podniku v současnosti, ale také informuje o minulosti a predikuje budoucí vývoj podniku.

Vertikální analýza

Tato analýza se zabývá vnitřní strukturou významných položek rozvahy a výkazu a zisku a ztráty. Posuzují se jednotlivé komponenty majetku a kapitálu nebo-li struktura aktiv a pasiv podniku. Struktura aktiv informuje o tom, do čeho podnik investuje kapitál a do jaké míry bude tento kapitál výnosný do budoucna. Vždy platí, že dlouhodobé položky by měly být více výnosné než krátkodobé. Struktura pasiv ukazuje, z jakých zdrojů byl majetek pořízen. Dlouhodobější financování je mnohem dražší než financování krátkodobé a cizí. Vlastní zdroje jsou pro financování poměrně drahé, ovšem je to méně rizikový způsob financování než z cizích zdrojů, které je sice považován za levnější zdroj, ale rizikovější. Abychom omezili riziko při financování, je důležité nalézt vhodný způsob diverzifikace finančních zdrojů.

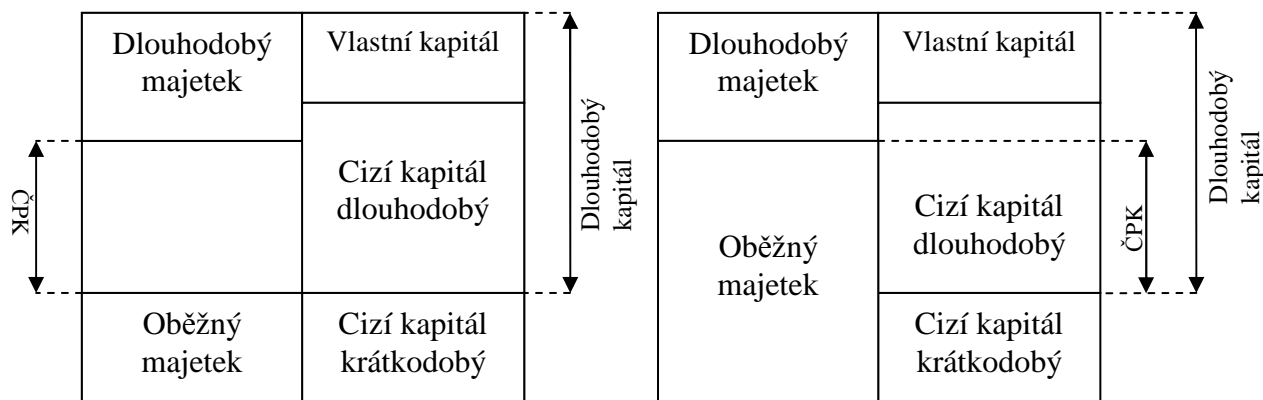
Výhodou vertikální analýzy je její nezávislost na meziroční inflaci, proto umožňuje srovnatelnost účetních výkazů s předchozím obdobím a ve své podstatě usnadňuje porovnání analyzovaného podniku s jinými firmami ve stejném oboru podnikání. [3,8,9,10]

3.1.2 Analýza rozdílových a tokových ukazatelů

Zabývá se analýzou tokových položek, které se primárně nacházejí ve výkazu zisku a ztrát a výkazu cash flow, ovšem není opomíjená ani rozvaha, v rámci které se provádí analýza oběžných aktiv.

Jednou z metody analýzy rozdílových ukazatelů je analýza fondů finančních prostředků, která se zaměřuje především na čistý pracovní kapitál. Je definován jako rozdíl mezi celkovými oběžnými aktivy (OA) a celkovými krátkodobými dluhy a má velmi významný vliv na solventnost podniku. V případě přebytku krátkodobých aktiv nad krátkodobými dluhy můžeme o podniku usoudit, že je likvidní a v případě nepříznivé události, má určitý finanční polštář, který mu umožní pokračovat ve svých aktivitách. Ovšem pro manažery a

vlastníky neznamena tento finanční polštář totéž, jak můžeme vidět na následujících obrázcích. [7,8,9,10]



Obr. 2. Manažerský a vlastnický pohled na ČPK [7]

Z manažerského pohledu představuje čistý pracovní kapitál součást oběžného majetku financovanou dlouhodobým kapitálem, což znamená, že se jedná o relativně volný kapitál sloužící k zajištění hladkého průběhu hospodářské činnosti podniku.

Vlastník podniku má právo rozhodovat o dlouhodobém financování. A jelikož je jeho přístup k financování opatrný, vyžaduje, aby dlouhodobý kapitál byl větší než stálá aktiva. Sám určuje, kolik z dlouhodobého kapitálu připadne na financování běžné činnosti.

Pod analýzou tokových ukazatelů si představíme cash flow, který vyjadřuje skutečný pohyb (tok) peněžních prostředků podniku. Záměrem analýzy cash flow je vyjádřit a poměřit vnitřní finanční sílu podniku, tj. vytvořit z vlastní hospodářské činnosti přebytky použitelné k financování základních potřeb podniku. Je tedy východiskem pro řízení likvidity podniku, jelikož:

- existuje rozdíl mezi pohybem hmotných prostředků a jejich vyjádřením v penězích,
- vzniká časových nesoulad mezi hospodářskými operami, které vyvolávají náklady a jejich zachycením v peněžních prostředcích,
- vznikají rozdíly mezi náklady a výdaji a mezi výnosy a příjmy.

Analýza cash flow je založena na příjmech a výdajích a vyjadřuje reálné peněžní toky a zásoby peněz v podniku. [7,8,9,10]

3.1.3 Přímá analýza intenzivních ukazatelů (poměrová analýza)

Patří k nejpoužívanějším a neoblíbenějším metodám finanční analýzy, jelikož umožňuje získat rychlý a poměrně levný obraz o finanční situaci podniku. Její obliba pramení také z velmi vysoké praktické využitelnosti, ovšem nesmíme opomenout, že tato analýza není závazná, ani nemá teoreticky nejsprávnější metodiku provedení. Tudiž to znamená, že každý, kdo provádí finanční analýzu, se musí řídit účelem, pro který ji provádí, aby splňovala požadavky a svůj hlavní cíl – informovat o minulé, současné i budoucí finanční situaci podniku. [9]

Pro hodnocení výkonnosti podniku je vymezeno pět základních skupin ukazatelů:

- ✓ Ukazatele rentability
- ✓ Ukazatele aktivity
- ✓ Ukazatele zadluženosti
- ✓ Ukazatele likvidity
- ✓ Ukazatele kapitálového trhu

Ukazatele rentability

Rentabilita či výnosnost je měřítkem schopnosti podniku vytvářet nové zdroje a dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu. Rentabilita investovaného kapitálu je obecně definována poměrem zisku a vloženého kapitálu.

Ukazatele aktivity

Následující skupina ukazatelů měří schopnost společnosti využívat své zdroje. Pracuje se s ukazateli počtu obrátů (kolikrát se obrátí určitý druh aktiv za dané období) a době obratu (jak dlouho jsou peněžní prostředky vázány v určité formě majetku). Jednotlivé majetkové části jsou vždy poměřovány buď k tržbám, nebo výnosům.

Ukazatele zadluženosti

Udávají vztah mezi použitím cizích a vlastních zdrojů k financování podniku. Měří, v jakém poměru podnik využívá k financování cizí zdroje nebo-li jak je zadlužen. Nejznámějším ukazatelem je celková zadluženost, která vyjadřuje podíl cizího kapitálu k celkovým aktivům. Čím vyšší je hodnota tohoto ukazatele, tím vyšší riziko je to pro věřitele pro případné ztráty v případě likvidace podniku. Naopak vlastníci hledají větší finanční páku, aby zvýšily svoje výnosy.

Ukazatele likvidity

Charakterizují schopnost podniku dostát svým závazkům. Likvidita představuje souhrn všech potenciálně likvidních prostředků, které má podnik k dispozici na úhradu svých závazků. S čímž souvisí pojem solventnost, což znamená připravenost hradit své závazky včas a bez zbytečných odkladů. Ukazatele likvidity se zabývají nejlikvidnější částí aktiv a rozdělují jednotlivé ukazatele podle likvidnosti položek z aktiv dosazených do čitatele.

Ukazatele kapitálového trhu

Tato skupina ukazatelů je využívána skutečnými i potenciálními investory a také všemi, kteří se dostávají do styku s obchody na burze. Hlavním zájmem těchto osob je, aby podnik zajišťoval slušnou návratnost jejich vloženého kapitálu.

[1,6,8,12]

3.1.4 Analýza soustav ukazatelů

V předchozí kapitole jsem se zabývala standardními finančními ukazateli, které jsou sice schopny analyzovat finanční a ekonomickou situaci podniku, ovšem mají i jednu zásadní nevýhodu – každý ukazatel má sám o sobě velmi omezenou vypovídací schopnost, jelikož charakterizuje vždy určitý úsek podniku. Právě z toho důvodu, vznikly soustavy ukazatelů, které charakterizují celkovou finanční situaci. V rámci soustav se posuzují vzájemné souvislosti a vztahy mezi poměrovými ukazateli, které ve výsledku podávají komplexnější pohled na finanční výkonnost podniku.

3.1.4.1 Pyramidové soustavy ukazatelů

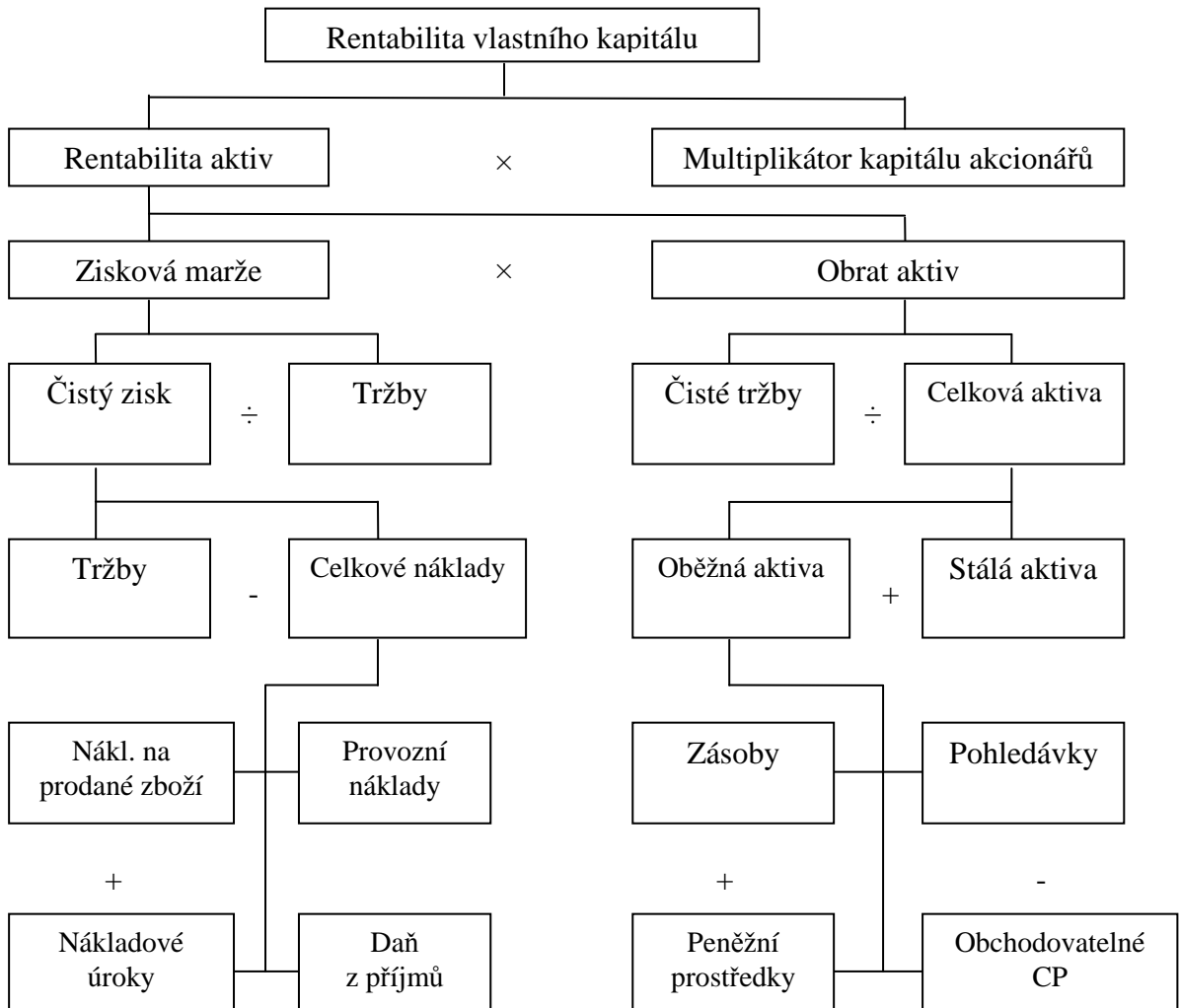
V pyramidových soustavách je zvolen vždy vrcholový ukazatel, který se rozkládá do dalších dílčích ukazatelů, jež mají v konečném důsledku vliv na vrcholový ukazatel. K nejčastěji využívaným vrcholovým ukazatelům jsou využívány ukazatele rentability, na které má vliv jednak zadluženost podniku, a stejně tak i likvidita či aktivita podniku. V případě vhodně zkonstruované pyramidové soustavy ukazatelů dokáže finanční analytik systematicky posoudit minulou, současnou i budoucí výkonnost podniku.

Mezi nejznámějším pyramidové rozklady patří Du Pontův diagram, který znázorňuje závislost rentability vlastního kapitálu na:

- ziskovém rozpětí,
- obratu celkových aktiv,

- poměru celkových aktiv k vlastnímu kapitálu. [3,8,9,12]

Du Pontův diagram byl vyvinut a poprvé použit v chemické společnosti Du Pont de Nemours.



Obr. 3. DuPont diagram [10]

Levá strana diagramu odvozuje ziskovou marži, která se vypočítá jako zisk dělený tržbami. Čistý zisk se vypočítá postupným sečítáním nákladů a odečtením výnosů (tržeb). Pokud je zisková marže nízká nebo vykazuje klesající tendenci, je třeba zaměřit se na podrobnou analýzu jednotlivých druhů nákladů.

S rozvahovými položkami pracuje naopak pravá strana, která vyčísluje různé druhy aktiv, načítá je a nakonec poměruje s tržbami, aby se zjistil obrat celkových aktiv.

Když mezi sebou vynásobíme levou i pravou část diagramu, tzn. ziskovou marži a obrat aktiv získáme tzv. Du Pont rovnici, která se zabývá analýzou rentability aktiv (ROA).

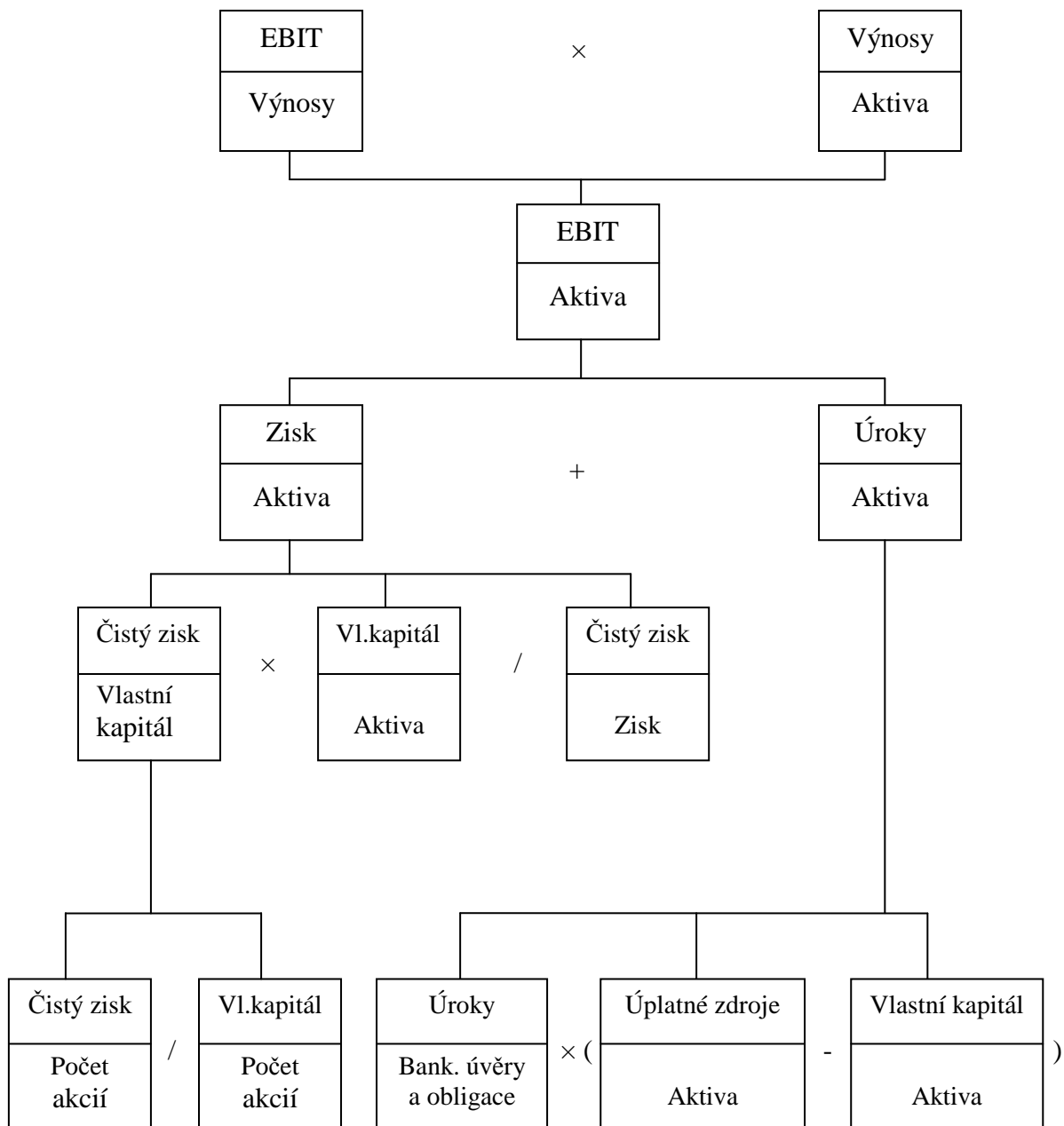
$$ROA = \frac{EAT}{tržby} \times \frac{tržby}{celková aktiva}$$

Vrcholového ukazatele ROE dosáhneme pomocí součinu rentability celkových aktiv a multiplikátoru kapitálu akcionářů, který se vyjadřuje podílem celkového kapitálu k vlastnímu kapitálu.

$$ROE = \frac{EAT}{A} \times \frac{A}{VK}$$

Ukazatel ROE nám ukazuje, jak dosáhnou zlepšení rentability pomocí zvyšování nejen rentability tržeb, ale i zrychlením obratu aktiv a změnou struktury zdrojů financování nebo-li odvážnějším využitím cizího kapitálu. Zadluženost má do určité míry pozitivní vliv na ROE, ovšem pouze v tom případě, pokud podnik dokáže každou další korunu zhodnotit více než činí úroková sazba dluhu. [3,8,9,12]

Dalším typem pyramidového rozkladu je INFA, který je využíván v současné době Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR a slouží k porovnání výkonnosti sledované společnosti s konkurencí v daném oboru podnikání. Model INFA v sobě zahrnuje rozhodnutí manažerů, která mají dopad na hodnotu firmy pro vlastníky a čistou současnou hodnotu. Je to nástroj, který umožňuje uživatelům vidět pomocí teorie řízení hodnoty, jaká rozhodnutí a jakým způsobem ovlivní hodnotu firmy nejen pro vlastníky, ale i ostatní stakeholdery. [5]



Obr. 4. Pyramidový rozklad INFA [5]

Z obrázku můžeme vidět, že model se skládá ze tří částí:

1. Cílem každého podnikání je maximalizovat ukazatel EBIT/Aktiva, nebo-li produkční sílu podniku. Tento ukazatel nejkomplexněji charakterizuje výkonnost podniku, jelikož je zde uveden zisk před zdaněním a úroky. Znamená to tedy, že produkuje efekt výkonnosti pro vlastníky (čistý zisk), věřitele (úrok) a stát (daň).
2. Při rozdělení EBITu na zisk/aktiva a úroky/aktiva vidíme velikost podílu jednotlivých subjektů na konečném efektu podniku.

3. Poslední část je složena z analýzy finanční rovnováhy podniku. Analyzují se základní bilanční vztahy v rozvaze podniku a zároveň se posuzuje i likvidita podniku. [2]

3.1.5 Bonitní a bankrotní modely

Obě skupiny modelů mají společný cíl a to přiřadit firmě jednu číselnou charakteristiku, která by představovala kritérium hodnotící finanční zdraví podniku. Ovšem je zde jeden podstatný rozdíl - každá skupina modelů má jiný účel použití.

Bonitní modely posuzují finanční zdraví podniku a na základně komparace v rámci daného oboru podnikání se firma zařazuje buď mezi špatné nebo naopak mezi dobré firmy v daném odvětví. [8]

Bonitní modely se skládají ze dvou skupin:

1. Komparativně-analytické modely používané pro verbální hodnocení úrovně ukazatelů: SWOT analýza, metoda kritických faktorů úspěšnosti a metoda analýzy portfolia dvou dimenzí.
2. Matematicko-statistické modely využívající výhradně matematické a statistické postupy k dosažení jednoho ukazatele, který komplexně vyjadřuje úroveň jednotlivých firem v určitém souboru zkoumaných firem: metoda jednoduchého součtu pořadí, jednoduchého podílu, bodovací metoda, metoda normované proměnné a metoda vzdálenosti od fiktivního objektu. [10]

Bankrotní modely slouží k informování uživatele o tom, zda firma v nejbližší době vykazuje známky bankrotu. Mezi známky, které by vyjadřovaly možnost bankrotu, patří např. nízká běžná likvidita, výše čistého pracovního kapitálu, nízká rentabilita celkového vloženého kapitálu. [8]

Mezi bankrotní modely patří:

- ✓ Altmanův model (Z-skóre)
- ✓ Index IN 95
- ✓ Tamariho model
- ✓ Taflerův model
- ✓ Ekonomická přidaná hodnota (EVA)

- ✓ Beermanova diskriminační funkce
- ✓ Rychlý test P. Kralicka
- ✓ Index bonity P. Kralicka
- ✓ Index celkové výkonnosti firmy (ICV) [10]

3.2 Moderní metody hodnocení výkonnosti

Moderní metody měření finanční výkonnosti jsou na rozdíl od klasických finančních ukazatelů založené především na zjištění ekonomické hodnoty. Hlavním rozdílem mezi těmito ukazateli je, že klasické ukazatele se zaměřují pouze na dílčí oblasti hospodaření podniku a také, že výkonnost podniku vychází pouze z účetních dat, které ne vždy odpovídají ekonomickému pohledu na výkonnost. Naopak moderní ukazatele berou v úvahu jednak náklady na kapitál i podnikatelské riziko.

Mezi základní požadavky kladené na moderní ukazatele patří: (Mařík, Maříková; Landa)

- vykazování co nejužší vazby na hodnotu akcií (shareholder value), přičemž by tato vazba měla být prokazatelná statistickými propočty,
- využití co nejvíce informací a údajů poskytovaných účetnictvím včetně ukazatelů, které jsou na účetních údajích postaveny, což umožňuje jednak snížit pracnost propočtu a jednak vede ke zvýšení komunikativnosti s dosavadní praxí,
- překonávání dosavadní námitky proti účetním ukazatelům, které postihují finanční efektivnost, především musí výpočet zahrnovat kalkulaci rizika a brát v úvahu rozsah vázaného kapitálu,
- provádění hodnocení výkonnosti a zároveň i ocenění podniků,
- musí umožňovat jasnou a přehlednou identifikaci vazby na všechny úrovně řízení,
- a nakonec musí umožňovat i řízení hodnoty.

Důležitým požadavkem, který souvisí s moderními metodami měření výkonnosti, je výkonnost a konkurenceschopnost podniku nejen dnes, ale i do budoucna. Pro tyto účely bylo definováno kritérium - čistá současná hodnota (NPV), která je vyjádřena následujícím požadavkem: Vlastník požaduje, aby mu podnik přinesl více, než kolik do něj vložil. Z čehož vyplývá, že pokud vlastník vloží do podniku určitou hodnotu kapitálu, očekává, že se tento kapitál za určité období nejenom vrátí, ale zároveň z něj bude mít i určitý ekonomický přínos. Ten musí být větší než náklady na investovaný kapitál a zároveň musí

zohledňovat faktor času a rizika. Tomuto požadavku ve své podstatě odpovídá koncepce Value Based Management, která používá kritérium vytvořené čisté současné hodnoty pro vlastníky. [3]

Mezi nejnámější moderní metody hodnocení výkonnosti patří:

- ✓ Ekonomická přidaná hodnota (EVA)
- ✓ Tržní přidaná hodnota (MVA)
- ✓ Cash Flow on Investment (CFROI)
- ✓ Excess Return
- ✓ Total Shareholder Return (TSR)
- ✓ Shareholder Value Added (SVA)
- ✓ Cash Return on Gross Assets (CROGA)
- ✓ Balanced Scorecard (BSC)

Nyní provedu nástin podstaty moderních metod měření výkonnosti podniku, přičemž se posléze budu podrobněji věnovat konceptu Ekonomické přidané hodnoty.

3.2.1 Tržní přidaná hodnota (MVA)

Tento ukazatel měří rozdíl mezi hodnotou podniku a kapitálem investovaným do podniku, přičemž je žádoucí, aby hodnota ukazatele MVA byla co nejvyšší. Daný ukazatel se používá u podniků, jejichž akcie se veřejně obchodují na finančních trzích.

$$MVA = \text{tržní hodnota vlastního kapitálu} - \text{účetní hodnota vlastního kapitálu}$$

Vysokého MVA nedosáhneme pouhým investováním nového kapitálu. Důležité je, aby tento kapitál vydělal více než představují náklady na něj.

Popřípadě můžeme dosáhnout vysokého MVA i snížením hodnoty investovaného kapitálu, ovšem za předpokladu, že zůstane zachována tržní hodnota podniku na stejné úrovni.

Další možností je zvýšení tržní hodnoty podniku při stejné hodnotě investovaného kapitálu.

Výhodou tohoto ukazatele je, že udává vnější výkonnost podniku nebo-li jak je podnik oceněn trhem.

Naopak nevýhodou je, že není jasné a měřitelné, co je výsledkem práce manažerů a co určitých okolností, které vedly ke zvýšení MVA. A také neukazuje, jestli je dosažená hodnota s očekáváním ukazatelů. [3,7,12]

3.2.2 Cash Flow on Investment (CFROI)

Následující ukazatel jasně znázorňuje, že se hodnota podniku odvíjí od očekávaných čistých peněžních toků v budoucnu převedených na jejich současnou hodnotu pomocí diskontních sazby odrážející očekávání výnosnosti investorem. CFROI pracuje vždy s hodnotami očištěnými o inflaci, což umožňuje porovnávat výkonnost podniku v čase, ale také vzájemně porovnávat podniky v různých zemích.

Cash Flow on Investment ukazuje v podstatě výnosnost investic pro celý podnik a pro výpočet je využíván tento vztah:

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

Kde I...investice (brutto)

BCF...brutto cash flow v jednotlivých letech upravené o inflaci

NA...hodnota neodepisovaných aktiv

n...doba ekonomické životnosti

t...jednotlivé roky budoucího období n

Přičemž se určí jednotlivé vstupy pro výpočet CFROI:

$$\text{Doba ekonomické životnosti aktiv} = \frac{\text{odepisovaná aktiva brutto}}{\text{roční odpisy}}$$

Kde: odepisovaná aktiva brutto se rovnají =>

Dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek (brutto) - Pozemky - Nedokončené investice

Brutto investice rozdělíme na odepisovaná a neodepisovaná aktiva. Není dovoleno opisovat aktiva z rozvahy jen mechanicky, ale musí upravit o majetek, který byl pořízen na leasing, podrobněji zvážit zda goodwill zařadit mezi odepisovaná či neodepisovaná aktiva, pracovat s čistým pracovním kapitálem a především vyčlenit aktiva, která nemají povahu

strategických investic, ale pouze portfoliových. Dále se musí majetek upravit o inflaci, aby se jeho historická hodnota přepočítala na hodnotu k datu výpočtu. Provádí se to nejčastěji pomocí deflátoru hrubého domácího produktu nebo cenovými indexy výrobců.

Neodepisovaná aktiva se skládají z dlouhodobého finančního majetku s podstatným vlivem a dopadem do hlavní činnosti, pozemků upravených o inflaci, zásob a čistých monetárních aktiv (pohledávky + krátkodobý finanční majetek + časové rozlišení – neúročené závazky).

Brutto cash flow vychází ze zisku, ze kterého vyloučíme mimořádné výnosy a náklady a následně jej zdaníme. K čistému zisku přičteme odpisy a nákladové úroky a dále přičteme nebo odečteme zisky či ztráty z čistých monetárních aktiv vznikající z titulu inflace. V případě, že má podnik kladná čistá monetární aktiva, vzniká inflační ztráta, naopak když vycházejí záporně, podnik na inflaci vydělává.

Ukazatel CFROI je sice kalkulován na stejném principu jako vnitřní výnosové procento, ale je jiným způsobem interpretován. Počítá se na roční bázi a porovnává se s náklady na kapitál se zohledněním inflace:

$$CFROI_{spread} = CFROI - WACC_{real}$$

Přičemž platí, pokud je spread větší než nula, podnik tvoří hodnotu, pokud je menší, hodnotu nevytváří. [3,4,7,12]

3.2.3 Excess Return

Excess Return

$$= \text{skutečná hodnota bohatství v období } n \\ - \text{očekávaná hodnota bohatství } n$$

Kde (vychází z tržní hodnoty):

- ✓ skutečná hodnota bohatství = budoucí hodnotě přínosů pro vlastníky (v budoucnu vyplacená hodnota dividendy, odkoupené akcie a tržní ceny podílu podniku ke konci sledovaného období)
- ✓ očekávaná hodnota bohatství = hodnota investovaného kapitálu na konci sledovaného období, které by mělo být dosaženo při požadované výnosnosti investorem [3,7]

3.2.4 Total Shareholder Return (TSR)

Tento ukazatel se používá pouze pro měření veřejně obchodovaných podniků, jelikož měří změny v bohatství akcionářů za dané období. Je funkcí výše vyplacených dividend (příp. zpětných odkupů akcií) a zvýšení nebo snížení ceny akcie nakonec období v porovnání se začátkem období. Ve své podstatě odpovídá ukazateli vnitřní výnosové procento. [3,7]

3.2.5 Shareholder Value Added (SVA)

$$SVA_t = SV_t - SV_{t-1}$$

Shareholder Value představuje rozdíl mezi hodnotou celého podniku a hodnotou cizího kapitálu v tržních cenách k určitému datu.

Přičemž SV (hodnota podniku pro vlastníky) se rovná: současná hodnota CF z operativní činnosti pro prognózované období + současná hodnota zbytkové hodnoty podniku ke konci prognózovaného období + tržní hodnota neoperativních aktiv – cizí zdroje [3,7]

3.2.6 Cash Return on Gross Assets (CROGA)

Tento zjednodušený přístup k hodnocení výkonnosti je vyjádřen v procentech a poměřuje se s WACC, přičemž tvorba hodnoty je vyjádřena $(CROGA - WACC) > 0$.

$$CROGA = \frac{OATCF}{GA}$$

Kde CROGA...hotovostní rentabilita hrubých aktiv

OATCF...provozní cash flow po zdanění

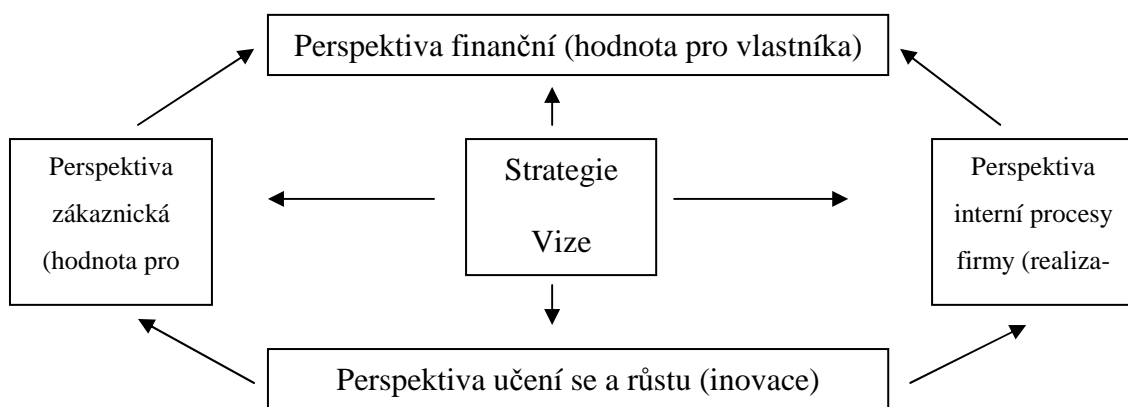
GA.....hrubá aktiva = suma dlouhodobých provozních aktiv v pořizovacích hodnotách + pracovní kapitál [7]

3.2.7 Balanced Scorecard (BSC)

Metoda BSC byla poprvé představena v roce 1992 v časopise Harvard Business Review, kde byl publikován článek „The Balanced Scorecard – Measures that Drive Performance“ autorů R. Kaplana a D. Nortona. Vznikla na základě zjištění, že řada společností nebyla schopna dotáhnout strategické záměry do praxe, jelikož bylo velmi obtížné propojit strategie s operativními činnostmi a dosáhnout tak měřitelných strategických cílů.

Balanced Scorecard modeluje strategii společnosti a implementuje ji s využitím finančních, ale především nefinančních charakteristik. Napomáhá k pochopení podniku jako komplexu, který propojuje dlouhodobé strategické cíle a způsob jejich zabezpečení v podnikatelském plánu. Snaží se postihnout, co stojí za danými finančními výsledky, co je jejich hybnou silou. Sladuje zájmy managementu a zaměstnanců a snaží se propojit jednotlivé dílčí cíle do řetězce tvorby hodnoty a společně dosáhnout strategických cílů společnosti.

Zabývá se čtyřmi perspektivami podniku, které jsou zobrazeny v následujícím schématu.



Obr. 5. Perspektivy podniku dle Balanced Scorecard [12]

Perspektiva finanční se zabývá vytvářením hodnoty pro vlastníky nebo-li Value Based Management. Proto, aby byli vlastníci spokojení, se musí společnost snažit zvýšit provozní efektivnost bez potřeby dalšího kapitálu, redukovat provozy s nižším výnosem než je náklad kapitálu a investovat do projektů s vyšším výnosem než jsou náklady na kapitál. V případě splnění těchto tří podmínek, firma produkovala (v minulosti), produkuje (v současnosti) a bude produkovat (v budoucnosti) přidanou hodnotu pro vlastníky.

Perspektiva zákaznická nutí podnik zaměřit se na zákazníka, uspokojit jeho zájmy a potřeby, odlišit se od konkurence a zvýšit svou atraktivitu v očích zákazníků. Každý podnik by měl do celkové strategie podniku zabudovat i dílčí strategii zaměřující se na zákazníka, jelikož ta mu může pomoci k dosažení strategického cíle. V rámci zákaznické perspektivy by se podnik měl zaměřit na práci s trhem, kvalitu produktu, jeho užitečnost a kvalita pro zákazníka, včasnost dodávek a náklady produktu.

Perspektiva procesů rozvíjí strategii podniku na vnitřní aktivity, které jsou výrazem konkrétní formy interních procesů společnosti. Interní procesy v sobě zahrnují procesy inovace, provozní proces a předprodejní proces. V rámci inovačního procesu se snaží podnik zlepšit užitečnost výrobku nejen pro zákazníky, ale i pro vlastníky. Je nutné sledovat dobu vývoje nového produktu, inovační přínos, dobu uvedení na trh apod. V procesu provozním se sleduje délka trvání a spolehlivost provozního procesu, kvalita technologie, výrobku či ekologické zátěže a náklady na proces. Předprodejní proces sleduje včasnost inkas za prodané produkty a také zajištění rychlého, spolehlivého a dostupného servisu.

Perspektiva učení se a růstu sleduje spokojenost zaměstnanců, jejich loajalitu a tvůrčí schopnosti. Rozvoj firmy je vymezen:

- schopnostmi zaměstnanců,
- úrovní organizační struktury,
- úrovní technologické struktury,
- úrovní systému odměňování.

Výkonnost podniku je ovlivněna úrovní znalostí a dovedností zaměstnanců. Pokud chce podnik dosáhnout vysoké výkonnosti, musí mít spokojené a loajální zaměstnance.

Balanced Scorecard je modelem, který za pomoci identifikaci hybných sil, pomáhá dosáhnout hlavního cíle každého podniku – maximalizace hodnoty podniku. Pokud má podnik zájem implementaci BSC, musí si v první řadě stanovit jasnou vizi, formulovat strategické cíle a způsob jejich dosažení, zpracovat i dílčí cíle a postupy, zavést systém inovací a zpětné vazby. Nejdůležitějším prvkem je komunikace mezi zaměstnanci, manažery a vlastníky, aby pomocí dílčích kroků dosáhlo stanoveného strategického cíle. [9,12]

3.2.8 Ekonomická přidaná hodnota (EVA)

Poprvé tato moderní metoda spatřila světlo světa v roce 1991, kdy ji američtí autoři Stewart a Stern zavedli ve své společnosti Stern Stewart & Company. V současné době tato metoda představuje univerzální ukazatel ekonomické výkonnosti, jelikož jednak vychází z účetních údajů, ale také zohledňuje náklady na vložený kapitál.

Výpočet ukazatele vychází z rozdílu mezi čistým výnosem z provozní činnosti a náklady na vložený kapitál, výsledkem je ekonomický zisk nebo jinak řečeno nadzisk.

Základní podoba vzorce je následující:

$$EVA = NOPAT - NOA(C) \times WACC$$

Kde NOPAT Net Operating Profit after Tax, tj. zisk z operační činnosti podniku po zdanění

NOA Net Operating Assets (čistá operativní aktiva) neboli čistá aktiva, která slouží k dosažení operačního zisku, zpravidla se definují jako součet provozně nutných stálých aktiv a provozně nutného čistého pracovního kapitálu = C...kapitál vázaný v aktivech, která slouží k dosažení operačního zisku

WACC průměrné vážené náklady kapitálu

Ukazatel EVA měří, jak společnost za dané období přispěla svými aktivitami ke zvýšení či snížení hodnoty pro své vlastníky.

Existuje i jiný přístup k vyjádření EVA a to pomocí rentability čistých operativních aktiv (RONA = NOPAT/C)

$$EVA = (RONA - WACC) \times C$$

Spread nebo-li *rozdíl mezi rentabilitou čistých operativních aktiv a náklady na kapitál* (RONA-WACC) se využívá pro srovnávání výkonnosti v jednotlivých obdobích nebo mezi jednotlivými podniky. Pokud $RONA > WACC$, podnik dosahuje kladnou hodnotu EVA a tím svou činností přispívá ke zvýšení hodnoty pro vlastníky. [3,4,7,12]

3.2.8.1 Výpočet základních položek ukazatele EVA

Vymezení čistých operativních aktiv (NOA)

Při výpočtu vycházíme z rozvahy, kde je nutné provést následující úpravy:

- aktivovat položky, které v rozvaze chybí
- z aktiv vydělit neoperační aktiva
- aktiva snížit o položky neúročeného cizího kapitálu

V českých podmínkách se obvykle aktivují do rozvahy následující položky:

1. Aktivují se náklady s dlouhodobými předpokládanými účinky nebo-li ty náklady, které byly zahrnuty do výpočtu výsledku hospodaření, ale mají charakter nehmotných aktiv. Např. náklady spojené se vstupem na nové trhy, na reklamu, na vytváření nových odbytových cest, na školení pracovníků a náklady spojené s restrukturalizací.
2. Majetek užívaný formou finančního leasingu, který se nevykazuje jako součást dlouhodobého majetku, ale aktivuje se jako pořizovací hodnota aktiv vykázaná v dlouhodobém majetku a v pasivech vykázat dlouhodobé či krátkodobé závazky z leasingových splátek.
3. Goodwill je žádoucí, aby byl v aktivech vykázán v brutto hodnotě, tedy bez oprávek. Je to především z toho důvodu, že u dobře fungujícího podniku by nemělo docházet ke snižování hodnoty goodwillu.
4. Úprava ocenění dlouhodobého a krátkodobého majetku, při které se dlouhodobý majetek přeceňuje na bázi reprodukčních pořizovacích cen z původních historických cen, které neberou vliv růstu cen a technického pokroku. Při přecenění zásob je nutné použít tržní ceny, pokud je máme k dispozici. U pohledávek je nutné ověřit jejich nadhodnocení či podhodnocení, přičemž nadhodnocená pohledávka se z NOA odečte, při podhodnocení přičte.
5. Úmyslně vytvářené tiché rezervy z titulu odpisů a opravných položek na straně aktiv nebo pomocí rezerv na straně pasiv.

Při vydělování aktiv nastává otázka, zda daná aktiva mají operační charakter a jsou nezbytná pro základní činnost podniku a která nikoliv. U každého podniku záleží na finančním analytikovi, jaká aktiva vydělí a jaká ponechá. Pro příklad uvádím následující aktiva, která se obvykle řadí mezi neoperační aktiva:

1. Krátkodobé cenné papíry a podíly, které se neúčastní přímého koloběhu oběžného majetku a mají tedy charakter pouze finančních rezerv. Peněžní prostředky přesahující maximální provozně nezbytnou úroveň, které jsou určeny žádoucí úrovni ukazatele likvidity (peněžní prostředky/krátkodobé závazky).
2. Dlouhodobý finanční majetek zahrnující podíly v jiných podnicích, dlouhodobé cenné papíry, půjčky a úvěry, které mají portfoliový charakter je nutné z NOA vyloučit. Naopak ty, které souvisejí s hlavní činností podniku, se doporučuje ponechat.

3. Nedokončené investice jsou obvykle provozně potřebné, ovšem nepodílejí se na tvorbě současných hospodářských výsledků, proto je doporučeno vyloučit je z NOA.
4. Dalšími aktivy, které je vhodné vyloučit z NOA, jsou nevyužité či pronajaté pozemky a budovy, nadbytečné zásoby apod. Do budoucna se předpokládá, že budou tato aktiva nejspíše postupně rozprodána.

Aktiva se dále ještě musí snížit o neúročený cizí kapitál, který je tvořen jednak krátkodobými neúročenými závazky (závazky z obchodních vztahů, ke společníkům a sdružení, k zaměstnancům, ze sociálního zabezpečení a daňové závazky vůči státu), dále pasivní položky časového rozlišení a výjimečně i nezaplatněné dlouhodobé závazky (zejména dlouhodobé přijaté zálohy). [3,7]

Vymezení čistého operativního zisku NOPAT

V prvé řadě je důležité, aby byla dosažena symetrie mezi NOA a NOPAT. To znamená, pokud jsou určité činnosti a jim odpovídající aktiva zařazena do NOA, musí být jimi odpovídající náklady a výnosy zařazeny do NOPAT a platí to i naopak. Jako základ se používá provozní výsledek hospodaření nebo výsledek hospodaření z běžné činnosti, který je nutné upravit o následující operace:

1. Vyloučíme z finančních nákladů placené úroky, včetně implicitních úroků obsažených v leasingových platbách (nebo-li přičteme tyto úroky zpět k výsledku hospodaření)
2. Vyloučíme mimořádné provozní náklady a výnosy, mezi které řadíme:
 - a. Změny ve způsobu ocenění majetku (které byly promítnuty do provozního zisku),
 - b. Manka a škody a nároky na jejich úhradu,
 - c. Tvorba a zúčtování rezerv na náklady charakteru mimořádných nákladů,
 - d. Ostatní mimořádné náklady (náklady charakteru postoupení, popř. ukončení hospodářské činnosti)
3. Vyloučíme mimořádné položky nákladů a výnosů, které se svou výší nebudou opakovat: náklady na restrukturalizaci, náklady a výnosy s prodeje dlouhodobého majetku, rozpouštění nevyužitých rezerv a z toho plynoucí výnosy, mimořádné odpisy majetku.

4. Vyloučíme výnosy z nepotřebných aktiv.
5. Vyloučíme náklady na výzkum a vývoj, náklady na vzdělání zaměstnanců, reklamu a započítáme odhadnuté odpisy aktivovaných nákladů.
6. Vyloučíme tvorbu a čerpání tichých rezerv, pokud ovlivnily výsledek hospodaření (neúměrně vysoké odpisy, nadměrná tvorba opravných položek)
7. Vyloučit náklady a výnosy spojené s dlouhodobým finančním majetkem, který není uznán jako operativní aktivum.
8. Velmi důležité je zjistit tzv. upravenou daň, což je teoretická daň, která by byla placena z operačního výsledku hospodaření. Můžeme použít následující způsob výpočtu: Splatnou daň pro daný rok snížíme nebo zvýšíme o daňovou povinnost z výnosů a daňové úspory z nákladů, o které se NOPAT liší v porovnání s výsledkem hospodaření za účetní období z výsledovky. [3,7]

Určení nákladů na kapitál WACC

V této fázi se zjišťují náklady na kapitál. Vzhledem k tomu, že poměr cizího a vlastního kapitálu u se liší a navíc oba druhy kapitálu mají odlišné náklady, používají se pro určení nákladů na kapitál průměrné vážené náklady (WACC).

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

Kde n_{VK} ...náklady na vlastní kapitál

n_{CK} ...náklady na cizí kapitál ... $n_{CK} = i * (1 - T)$...kde i = úroková sazba cizích zdrojů, T = sazba daně

VK ...vlastní kapitál

CK ...cizí kapitál

K ...celkový kapitál ($CK+VK$)

d ...daňová sazba z příjmů právnických osob

Náklady na vlastní kapitál jsou dány očekáváním určité hodnoty výnosnosti podniku z pohledu vlastníků. Některé společnosti se domnívají, že vlastní kapitál nenese žádný náklad – OMYL. Žádný kapitál není zadarmo! Na náklady vlastního kapitálu můžeme nahlížet pomocí dvou pojetí: Finanční, které zahrnuje mezi náklady na vlastní kapitál dividendy, náklady na zvyšování kapitálu a také náklady plynoucí z likvidace společnosti.

Toto pojetí je typické pro management společnosti. Druhé pojetí je vlastnické, které vidí náklady kapitálu jako náklady příležitosti. Každý vlastník hledá odpověď na otázku, jaký výnos by mohl dosáhnout při stejné míře rizika, kdyby investoval mimo daný podnik. Náklady na vlastní kapitál nám pomáhají určit následující modely: Model oceňování kapitálových aktiv, který vystihuje vztah mezi systematickým rizikem a požadovanou výnosností. Dalšími modely jsou stavebnicové, které vycházejí z předchozího modelu a jsou opět dány součtem bezrizikové úrokové míry a rizikové přírážky. Podoba vzorců a jejich podrobnější vysvětlení se objeví v praktické části.

Stanovení *nákladů na cizí kapitál* je jednodušší, jelikož jsou dány úroky sníženými o daňový štít, které podnik vyplácí věřitelům. Informace čerpáme především z pasivní části rozvahy a to z úročených cizích zdrojů jako jsou dlouhodobé a krátkodobé bankovní úvěry, dluhopisy a leasing. V případě, že je úrok proměnlivý, tedy vázán na některou z vyhlášených bankovních sazeb s pevnou procentní přírážkou, je důležité znát ratingové hodnocení podniku a také prognózu makroekonomických veličin.

Existuje alternativní výpočet ukazatele EVA pro hodnocení odvětví dle metodiky MPO, který je postaven na vzájemném vztahu ukazatele rentability kapitálu a hodnotě vlastního kapitálu. Ukazatel je definován následovně:

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

Kde:

ROE...rentabilita vlastního kapitálu (zisk po zdanění / vlastní kapitál)

r_e ...alternativní náklad vlastního kapitálu

VK...vlastní kapitál

$(ROE - r_e)$...spread vhodný pro srovnání podniků v čase; je žádoucí, aby byl co největší, popřípadě minimálně kladný, aby vytvářel hodnotu pro vlastníky

Určení r_e :

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

Kde:

WACC...vážený náklad na kapitál

UZ...úplatné zdroje (VK+BU+O), tj. kapitál, za který je nutno platit

A...aktiva celkem

VK...vlastní kapitál

BU...bankovní úvěry

O...dluhopisy

U/BU+O...úroková míra

d...daňová sazba

Stanovení výše nákladu na kapitál (WACC):

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

r_f ...výnosnost bezrizikového aktiva (odvívá se od výnosnosti bezrizikových aktiv, jako jsou např. státní dluhopisy)

r_{LA} ...riziko odvíjející se od velikosti podniku (velikost je dána dle následujících ukazatelů: UZ > 3 mld. Kč -> r_{LA} = 0%; UZ < 100 mil. Kč -> r_{LA} = 5%)

r_{podnik} ...riziko produkční síly podniku (závislé na ukazateli EBIT/A a splnění podmínky nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním kapitálem)

$r_{FinStab}$...riziko finanční stability, která je určována na základě ukazatele celkové likvidity

Z výše uvedeného vidíme, že výpočet ukazatele EVA dle MPO je mnohem náročnější, jelikož je nutné určit celou řadu parametrů pro výpočet alternativního nákladu na kapitál. Proto se v reálném podnikatelském subjektu využívá výpočet v základní podobě s určením čistých operativních aktiv, čistého operativního zisku a nákladů na kapitál. [3,7]

3.2.8.2 Možnosti použití ukazatele EVA

Koncept měření ekonomické přidané hodnoty lze využít v následujících oblastech:

- ✓ Měřítka výkonnosti firmy
- ✓ Nástroj ocenění podniku
- ✓ Nástroj investičního rozhodování
- ✓ Nástroj řízení a motivování pracovníků [4,7]

Měřítka výkonnosti firmy

Měření výkonnosti se provádí nejčastěji pomocí ukazatelů finanční analýzy, která má ovšem spoustu nedostatků:

- nejsou zohledněna rizika a spolu s tím i investorské požadavky výnosnosti,
- rozdílné účetní předpisy a jejich aplikace,
- opomíjení časové hodnoty peněz.

Ovšem největší chybou je nedostatečná propojenost mezi vývojem kursů akcií a vývojem tradičních ukazatelů výkonnosti. Právě tento nedostatek odstraňuje ukazatel EVA, která vykazuje silnou korelaci k vývoji hodnoty akcií. Žádoucí je, aby EVA kladná nebo se alespoň rovnala nule. Samozřejmě, že čím vyšší je hodnota EVA, tím je vyšší hodnota, kterou podnik přináší svým vlastníkům. [4,7]

Nástroj ocenění podniku

Oceňování podniku má stále rostoucí význam, jelikož se akcionáři snaží zvýšit svoji moc a vliv na chod podniku. Ocenění se provádí z pohledu investora a ne z pohledu podniku. Proto má v tomto přístupu k oceňování tržní přidaná hodnota (MVA) velký význam. Vztah mezi ukazateli EVA a MVA je následující: EVA měří úspěch společnosti v minulém roce a MVA se zaměřuje na budoucnost, jaká jsou očekávání na trhu ohledně perspektiv společnosti. Hodnota podniku lze vyjádřit následovně:

$$\begin{aligned}
 H_{\text{podniku}} &= \text{investovaný kapitál} + \text{hodnota přidaná trhem} \\
 &= C_0 + MVA \\
 &= \text{investovaný kapitál} + \text{současná hodnota budoucích EVA}
 \end{aligned}$$

V následujících metodách si tento zjednodušený výraz rozebereme:

- *Metoda Entity*

Cílem metody, která se v praxi využívá nejčastěji, je tržní ocenění celkového kapitálu podniku. Vypočet se provádí na základě následujícího vzorce:

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1 - WACC)^t} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC * (1 + WACC)^T} - CK_0 + A_0$$

Kde: H_n = hodnota netto, tj. hodnota vlastního kapitálu podniku

EVA_t = EVA v roce t počítaná metodou entity ($NOPAT_t - WACC * NOA_{t-1}$)

T = počet let explicitně plánovaných EVA

WACC = průměrné vážené náklady na kapitál (mohou být použity v každém roce jiné, záleží na struktuře kapitálu)

CK_0 = hodnota úročeného cizího kapitálu k datu ocenění

A_0 = ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění

- *Metoda Equity*

Princip této metody je v podstatě stejný jako u metody entity, ovšem tři základní složky NOA, NOPAT a WAAC, které jsme vyjadřovali pro vlastníky i věřitele, nyní vyjádříme pouze pro vlastníky: NOA musíme ponížít o cizí kapitál, abychom dostali hodnotu čistých operativních aktiv krytých pouze vlastním kapitálem.

NOPAT očistíme před zdaněním o nákladové úroky, abychom dostali pouze tu část zisku, která náleží vlastníkům. Ukazatel WACC vyjádříme pouze v nákladech vlastního kapitálu. Výpočet vypadá tedy následovně:

$$H_n = VK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1 + n_{VK})^t} + \frac{EVA_{T+1}}{n_{VK} * (1 + n_{VK})^T} + A_0$$

Kde: H_n = hodnota netto, tj. hodnota vlastního kapitálu podniku

EVA_t = EVA v roce t počítaná metodou equity ($EAT_t - n_{VK} * VK_{t-1}$)

T = počet let explicitně plánovaných EVA

n_{VK} = náklady vlastního kapitálu

A_0 = ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění

- *Metoda APV*

Následující metoda spočívá ve výpočtu hodnoty podniku jako součet dvou složek: na straně jedné se nachází hodnota podniku při nulovém zadlužení a na straně druhé je současná hodnota daňových úspor (daňového štítu) plynoucích z nákladů na cizí kapitál. Nakonec od výsledné hodnoty odečteme hodnotu úročeného cizího kapitálu, přičteme neoperativní aktiva a získáme výslednou hodnotu vlastního kapitálu.

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+n_{VK})^t} + \frac{EVA_{T+1}}{n_{VK} * (1+n_{VK})^T} +$$

$$\sum_{t=1}^T \frac{n_{CK} * CK_{t-1} * d}{(1+n_{CK})^t} + \frac{n_{CK} * CK_T * d}{n_{CK} * (1+n_{CK})^T} - CK_0 + A_0$$

- kde: H_n = hodnota netto, tj. hodnota vlastního kapitálu podniku
 EVA_t = EVA v roce t počítaná za předpokladu nulového zadlužení podniku ($NOPAT_t - n_{VK(n)} * NOA_{t-1}$)
 T = počet let explicitně plánovaných EVA
 n_{VK} = náklady vlastního kapitálu
 n_{CK} = náklady cizího kapitálu (úroková míra)
 d = sazba daně z příjmů
 CK_0 = hodnota úročeného cizího kapitálu k datu ocenění
 CK_{t-1} = úročené dluhy ke konci předchozího roku, tj. k počátku roku t
 A_0 = ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění [2,4,7]

Nástroj investičního rozhodování

Nejčastěji využívaným nástrojem v současné době je metoda diskontovaných peněžních toků (DCF). Z teoretického hlediska nejpřesněji odpovídá ekonomickému vymezení hodnoty aktiva jako současné hodnoty očekávaných budoucích užiteků z tohoto aktiva. Ovšem pro investiční rozhodování lze využít i ukazatele EVA, který poskytuje oproti metodě DCF jednu informaci navíc: vyjadřuje, jaká část hodnoty investice již k datu ocenění existuje a jaká část hodnoty teprve v budoucnu vznikne. Při hodnocení jednotlivých investičních projektů metodou EVA i metodou DCF by měla být výsledná hodnota investice stejná. [4,7]

Nástroj řízení a motivování pracovníků

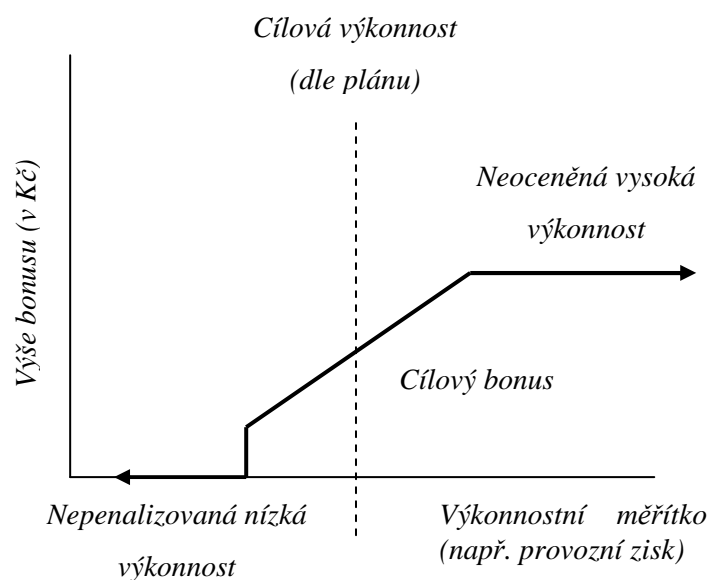
Každý subjekt v podniku má jiný cíl, kterého chce dosáhnout. Ovšem je velmi důležité, aby se tyto cíle sladily dohromady a dosáhlo se tak spokojenosti všech zainteresovaných subjektů podniku. Základním principem tohoto systému je zainteresovanost zaměstnanců na maximalizaci ukazatele EVA pomocí bonusu. Jelikož cílem manažera či zaměstnance je maximalizace pro něj samotného a cílem každého vlastníka je maximalizace tržního

hodnoty podniku. A proto, aby byly spokojeny všechny strany, musí mít každý manažer či zaměstnanec motivaci k maximalizaci hodnoty podniku ve formě bonusů navíc. [4,7]

3.2.8.3 Tradiční bonusový systém

V praxi se s ním setkáváme nejčastěji, ovšem neslouží k motivaci zaměstnanců, má spíše opačný vliv na aktivitu zaměstnanců, jelikož:

1. bonus je vyplácen až na základě dosažení plánované výkonnosti v daném roce,
2. je stanovena maximální hodnota bonusu, více být vypláceno nesmí. [7]



Obr. 6. Graf - Tradiční bonusový systém [7]

Časté problémy tradičního bonusového systému:

- ✓ výkonnostní měřítko, na základě něhož je bonus vyplácen, není propojen s hodnotou pro vlastníky,
- ✓ minimální požadovaná výkonnost a maximální výše výkonnosti tvoří zónu, ve které je bonus vyplácen. Pokud zaměstnanci dosahují pouze minimální požadované výkonnosti, tak náklady se přesunou na další období. Logicky, pokud se pohybují na hranici maximální výše výkonnosti, odsunují se výnosy na další období. [7]

3.2.8.4 EVA bonusový systém

Tento systém je efektivnější než tradiční bonusový systém a to především pro podniky, které ještě hodnotu pro své vlastníky nevytvořily. Následující přístup vychází jednak z absolutních hodnot EVA, ovšem bere v úvahu i zlepšení hodnoty EVA.

$$\text{Bonus} = (x\% \times \text{EVA}) + (x\% \times \Delta \text{EVA}) \quad [7]$$

3.2.8.5 Moderní verze bonusového systému EVA

Tento systém je složen ze součtu dvou hodnot, čímž se liší od předchozího modelu:

1. cílový bonus, který je vydělaný až při dosažení očekávané změny EVA
2. rozdíl mezi přírůstkem EVA a očekávaná zlepšení EVA

Tento systém poskytuje efektivnější motivaci pro manažery, aby zlepšovali hodnotu EVA nejen pro sebe, ale i pro vlastníky podniku. Zlepšení EVA se týká i těch podniků, které zatím kladné EVA nevytvořily.

Programy založené na koncepci EVA obsahují tzv. bonusovou banku, která vyplácí jen určitou část bonusu, který je vytvořen v daném roce. Tím pádem má pozitivní působení na dlouhodobou motivaci pro manažery či zaměstnance, ne jen na jedno období. Pokud nastane situace, že je stav v bonusové bance záporný, bonusy se nevyplácejí.

Jako každá metoda či ukazatel má i tento systém určité nevýhody:

- díky výrazným cyklickým výkyvům, může být v některých odvětvích problematické využití bonusového systému
- v některých podnikových a národních kulturách nejsou manažeři či zaměstnanci ochotni pracovat s tak silnou motivací založenou na tvorbě hodnoty
- problémy mohou mít nové podniky, které na začátku mají vysoké investice a než se jim tyto investice vrátí a přinesou nějakou dodatečnou hodnotu, trvá to delší dobu
- v rozvíjejících ekonomikách jsou pro začátek podnikání nutné velké investice do infrastruktury, což může být problematické pro zavedení tohoto systému [4,7]

3.2.8.6 Výhody a nevýhody použití ukazatele EVA

Na světě neexistuje nic, co by nemělo alespoň nějakou nevýhodu, proto i tak opěvovaný ukazatel ekonomická přidaná hodnota má přes své nesporné výhody nějakou tu nevýhodu.

Výhody EVA:

- ✓ slouží jako měřítko výkonnosti podniku, jelikož je velmi blízký ukazateli čistá současná hodnoty, její kladná hodnota je rozhodující pro přijetí určitého projektu manažery;

- ✓ je využívána pro řízení a motivaci pro manažery a zaměstnance;
- ✓ slouží ke spojení všech činností v podniku a lidí, kteří se účastní těchto procesů, tzn. propojuje strategické a operativní řízení => napomáhá ke zvýšení hodnoty vložených prostředků;
- ✓ vyjadřuje přínos vedoucí k naplnění cílů pro hlavní činnost podnikání v určitém období;
- ✓ lze jej využít i v investičním rozhodování či při ocenění podniku, kde přináší stejné výsledky jako DCF;
- ✓ je považována za jednodušší měřítko výkonnosti v porovnání s ostatními ukazateli.

Nevýhody EVA:

- ✓ díky tomu, že vychází z účetních informací, vyžaduje dle firmy Stern Stewart & Co. NOPAT a NOA až 164 úprav, aby bylo dosaženo správného výsledku;
- ✓ častým problémem je výpočet nákladů na kapitál, zejména těch na vlastní kapitál;
- ✓ bez úpravy o inflaci;
- ✓ nelze jej využít jako základ pro hodnocení strategického vývoje, jelikož nezahrnuje očekávané budoucí přínosy, ale pouze důsledky činnosti podniku projevující se jako náklad či výnos v daném období;
- ✓ růst ukazatele nemusí způsobit růst hodnoty podniku, jelikož je provázen zvýšením nákladů na kapitál, které vzrostly díky vyššímu riziku či zásadním změnám v kapitálové struktuře. [7]

3.2.8.7 Implementace konceptu EVA do podniku

V první řadě by se při implementaci konceptu EVA měla firma zaměřit na svou specifické potřeby, protože nelze vytvořit univerzální systém, který se bude vždy hodit na každou firmu. Tudíž každý systém musí být vyroben pro danou firmu přesně na míru jejím potřebám.

Koncept EVA je o změně chování a postojů ve firmě a je velmi důležité, aby se postupovalo od vrcholového vedení společnosti. Jelikož musí být s tímto systémem ztotožnění především manažeri a vlastníci společnosti, kteří budou motivovat své zaměstnance k pochopení a akceptování tohoto systému, aby tím dosahovali lepších výkonů a zvyšovali tak ekonomickou přidanou hodnotu podniku. Pro lepší názornost je vhodné, aby management sestavil implementační plán, dle kterého se bude systém EVA

zařazovat postupně do podniku tak, aby korespondoval se strategií a samotným systémem podniku. [13]

Jednotlivé kroky implementace EVA dle Younga a O'Byrnea:

1. Rozhodnutí o zavedení konceptu EVA do firmy a na úroveň top managementu.
2. Provést hlavní strategická rozhodnutí o programu EVA.

Jak bude měření EVA definováno?

Jak bude EVA počítána?

- Jaké úpravy se budou provádět?
- Divizionální versus korporátní cena kapitálu
- Jsou změny potřebné k účetnímu systému společnosti?
- Jak často se bude EVA propočítávat?

Odměňování managementu

- Kdo bude od počátku zahrnut a bude zde pozvolné zvyšování účastníků se pobídek na základě EVA?
 - Citlivost odměn na základě hodnot EVA.
 - Bude tam odložena složka, a jestli ano, tak pro jaké manažery?
 - Úloha akcií v odměňovacím programu.
 - Mix divizionální versus celé šíře společnosti nebo skupinového odměňování v rámci EVA.
 - Poměr nefinančního rozsahu.
3. Rozvinutí implementačního plánu.
 4. Nastavení výcvikového programu.

Kdo bude potřebovat výcvik?

Jak bude výcvik proveden?

- Množství výcvikových sezení pro zaměstnance.
- Jak bude koncept vysvětlen?

→ Pokračující výcvik po počáteční implementaci. [13]

Další možností, jakým způsobem implementovat koncept EVA do podniku, je na základě tzv. 4M, které definuje Stern Stewart ve svém výzkumu v roce 2003 pro společnost Harsco Corporation:

Measurement

Prvním krokem v procesu implementace konceptu EVA je vývoj ukazatele EVA jako měřítka. Klíčovou úpravou je účetnictví, kdy se účetní závěrka musí přetransformovat z účetního rámce na rámec ekonomický. Ačkoli doporučené úpravy se liší odvětví od odvětví a dokonce i společnost od společnosti, hlavní cíl měřítka EVA zůstává stejný – lépe zachytit ekonomickou výkonnost měřené jednotky. Úpravy jsou voleny po zvážení všech faktorů, jako je chování managementu a ostatních pracovníků, závažnost a složitost daných úprav. Společné úpravy zahrnují aktivaci výzkumu a vývoje, operativní leasing, a neobvyklé položky, jako jsou náklady na restrukturalizaci.

Management

Při řízení fáze realizace EVA působí tak, že zlepšuje rozhodování v rámci celé organizace. Tato část zahrnuje přezkoumávání klíčových projektů a vytváření nástrojů pro rozhodování založených na tabulkách, které pomáhají zlepšit analýzu obchodních příležitostí, zvyšovat míru jednotného rozhodování v podniku, zlepšovat dokumentaci a schvalovací procesy v celé společnosti.

Motivation

Klíčovou součástí implementace EVA je vytvoření pobídek, které budou spojeny přímo s tvorbou hodnoty podniku pro akcionáře. Při vytvoření pobídkového plánu založeného na koncepci EVA jsou manažeři odměňováni pouze tehdy, jestliže vytvoří hodnotu pro akcionáře prostřednictvím udržitelného zlepšení výkonnosti společnosti.

Mindset

Za účelem přechodu myšlenek každého zaměstnance na tvorbu hodnoty je vynakládáno významné úsilí na vzdělávání a komunikaci se zaměstnanci. Vzdělávání klíčových zaměstnanců o koncepci EVA a o podnikových financích vytváří základ pro lepší pochopení. Další komunikace a filosofie konceptu EVA staví na tomto základu a udržuje stále tempo pro úspěšnou realizaci tohoto konceptu v podniku. [11]

Pro úspěšné zavedení systému EVA do podniku Stern a Shiely definují 6 nejdůležitější faktorů:

1. Podnik musí mít životaschopnou podnikatelskou strategii a vhodnou organizační strukturu.
2. Využití celého potenciálu konceptu EVA vyžaduje implementaci všech 4 M.
3. Důležité je využít pobídkového systému a to nejlépe napříč celým podnikem.
4. Podstatné je důkladné proškolení pracovníků podniku na všech úrovních řízení.
5. Silné přesvědčení vrcholového managementu o užitečnosti konceptu EVA a jeho náležitá propagace.
6. Silné vtažení a odborná erudovanost finančního manažera, který je schopný porozumět a identifikovat klíčové možnosti ovlivnění EVA. [7]

II. PRAKTICKÁ ČÁST

4 PROFIL SPOLEČNOSTI MND, A.S.

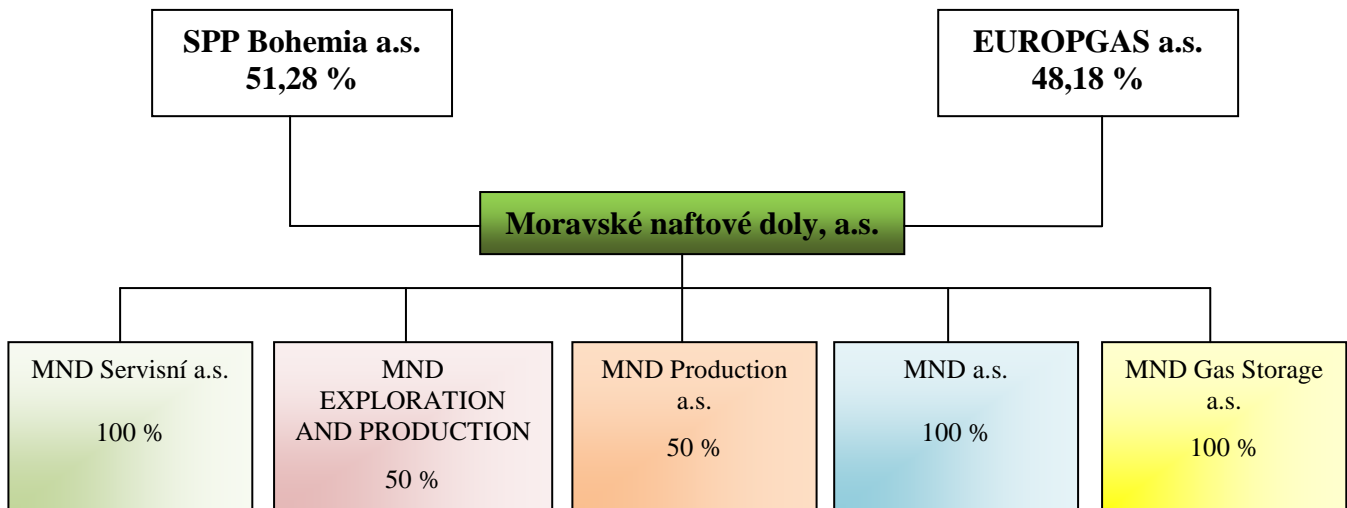
4.1 Identifikační údaje

Obchodní jméno:	Moravské naftové doly, a.s.
Sídlo společnosti:	Úprkova 807/6, 695 01 Hodonín
Identifikační číslo:	26288583
Právní forma:	akciová společnost
Zápis do OR:	Krajský soud v Brně, oddíl B, vložka 3760
Základní jmění společnosti:	806 825 000 Kč
Předmět podnikání:	Průzkum, vyhledávání a těžba ropy a zemního plynu

4.2 Základní informace o společnosti Moravské naftové doly, a. s.

Moravské naftové doly, a. s. je největší společností v České republice zabývající se a výstavbou a provozováním podzemních zásobníků plynu. Společnost byla založena v roce 2002, jejími hlavními akcionáři jsou s 51,82 % podílem SPP Bohemia a.s. a EUROPGAS a.s. s podílem 48,18 %.

Na hlavních činnostech společnosti Moravské naftové doly, a.s. se podílejí její dceřinné společnosti MND Servisní a.s., MND Exploration and Production, Ltd se sídlem v Londýně, MND Production a.s. V roce 2007 byly založeny dvě nové dceřiné společnosti s názvem MND a.s. a MND Gas Storage a.s. Ke dni 28. února 2008 došlo k realizaci vkladu průzkumně těžební části mateřské společnosti do 100 % dceřiné společnosti MND a.s. a skladovací části do 100 % dceřiné společnosti MND Gas Storage. Moravské naftové doly, a.s. se po realizaci těchto vkladů částí podniku zabývá pouze správou kapitálových účastí a poskytováním poradenských služeb.



Obr. 7. Akcionáři a dceřiné společnosti Moravských naftových dolů, a.s. [vlastní]

Historie těžebního průmyslu na území bývalého Československa sahá až do poloviny 19. století a od roku 1919 se původně rakouská firma – Moravská těžební společnost – stala nejvýznamnější společností na jižní Moravě. Po 2. světové válce, kdy těžba byla pozastavena, vznikl v roce 1951 státní podnik Československé naftové doly s ředitelstvím v Hodoníně a v roce 1968 byl rozdělen na národní podnik Moravské naftové doly Hodonín a národní podnik Slovenské naftové závody Gbely. V roce 1992 se společnost na základě vítězného privatizačního projektu transformovala na akciovou společnost, kterou je dodnes.

4.3 Vedení společnosti k 31. 12. 2008

Představenstvo: Ing. Miroslav Jestřábík, předseda



Ing. Robert Kolář, místopředseda

Mgr. Karel Komárek, člen

JUDr. Jan Drábek, člen

Dozorčí rada: Ing. Petr Čumba, předseda



Inka Komárková, místopředseda

Petra Říhová, člen

4.4 Struktura pracovníků

Počet zaměstnanců v jednotlivých sledovaných letech uvádí tabulka č. 1.

Tab. 2. Vývoj struktury zaměstnanců

v letech 2005-2008[vlastní]

	2005	2006	2007	2008
Zaměstnanci	618	316	316	224
Vedoucí pracovníci	18	9	8	7
Celkem	636	325	324	231

4.5 Budoucí vývoj společnosti

Moravské naftové doly, a.s. hodlá jak vlastní činností, tak prostřednictvím svých dceřiných společností i v dalších letech rozvíjet činnosti v souladu s její dosavadní strategií – tedy i nadále pokračovat v průzkumu, vyhledávání a těžbě ropy a zemního plynu na území České republiky a v zahraničí, v obchodování se zemním plynem a v provozování podzemních zásobníků zemního plynu.

- V Rumunsku byla prodloužena průzkumná licence o jeden rok a společnost plánuje vyhloubit zde průzkumný vrt.

- V roce 2008 bylo podepsáno memorandum mezi MND Gas Storage a.s. a společností Gazprom export, jehož smyslem bylo deklarovat zájem spolupracovat při výstavbě nových skladovacích kapacit na území České republiky. V následujícím roce bude tento záměr rozpracován a budou zahájeny investiční a legislativní procesy pro výstavbu nového podzemního zásobníku plynu.
- Významnou událostí roku 2008 byl objev ropy v Ziaratu, kde byla provedena úspěšná čerpací zkouška, která potvrdila výborné produkční vlastnosti tohoto vrtu. Na další rok je plánována dlouhodobá čerpací zkouška, aby byla s určitostí potvrzena významná ropná zóna.
- V Jemenu se na podzim roku 2009 plánuje hloubení průzkumného vrtu, kde bylo dokončeno 3D seismické měření.

5 KONKURENCE

V České republice se příliš silná konkurence v této speciální oblasti podnikání nenachází, v podstatě by se dalo říci, že Moravské naftové doly, a.s. mají monopolní postavení, ovšem přece jen se menší konkurenti našli. Jedním z nich je Česká rafinérská, a.s.

5.1 Identifikační údaje o společnosti

Obchodní jméno:	Česká rafinérská, a.s
Sídlo společnosti:	Záluží 2, Litvínov
Identifikační číslo:	62741772
Právní forma:	akciová společnost
Zápis do OR:	Krajský soud v Ústí nad Labem, oddíl B, vložka 696
Základní jmění společnosti:	9 348 240 000 Kč
Předmět podnikání:	Rafinérské zpracování ropy

5.2 Akcionáři a vedení společnosti

Největší akcionářem s nadpolovičním podílem 51,22 % je UNIPETROL, a.s. Dalšími dvěma akcionáři jsou s 32,45 % Eni International B.V. a Shell Overseas Investments B.V s 16,34 %.

Představenstvo: Ing. Ivan Souček, předseda

Salvatore Recupero, místopředseda

Členové: Jacek Smyczyński, Ing. Miroslav Kornalík, Giorgio Cervi, Robert Arthur Chalmers, Ing. Roman Novotný

Dozorčí rada: JUDr. Zdeněk Černý, předseda

Martin Jaroš, místopředseda

Členové: Jacek Stanik, Ing. Ingrid Levá, Andrea Moretti, Jan Klimeš, Bc. Ilona Pokorná, Ing. Karel Surma, František Filípek

5.3 Struktura pracovníků

Počet zaměstnanců v jednotlivých sledovaných letech uvádí tabulka č. 2.

Tab. 3. Vývoj struktury pracovníků

v letech 2005-2008[vlastní]

	2005	2006	2007	2008
Zaměstnanci	667	662	662	651
Vedoucí pracovníci	26	26	25	25
Celkem	693	688	687	676

6 SWOT ANALÝZA

6.1 Silné stránky

6.1.1 Před provedením finanční analýzy

Za nejsilnější stránku firmy bych považovala její dlouhodobou historii a tradici. Firma se vyvíjela od roku 1919 a postupně se stala nejsilnější společností nejen na Moravě, ale v celé České republice. Další velmi silnou stránkou je management, ve kterém nedochází k častým změnám, proto si firma udržuje svou stálou tvář vůči konkurenci, dodavatelům a odběratelům. Moravské naftové doly jsou považovány za stabilní a rozvíjející se firmu. Za silnou stránku se dá označit pobočka v Anglii, která dává firmě možnost rozvoje a také podíly ve firmách v Rusku, na Ukrajině a těžební licence v Jemenu a Pákistánu.

6.1.2 Po provedení finanční analýzy

Na základě finanční analýzy jsem zjistila, že firma se snaží být trvale zisková a v porovnání s konkurencí dosahuje velmi dobrých výsledků finančních ukazatelů. V rámci hledání konkurenční společnosti jsem narazila na problém, jelikož najít v České republice konkurenci, která se zabývá stejným předmětem podnikání, je velmi těžké. Je to dáno především tím, že odvětví těžby ropy a zemního plynu je velmi omezené v rámci nových ložisek těžby ropy. Pokud bychom firmu srovnávali v rámci evropských firem, jistě bychom našli velmi kvalitní konkurenty, jako jsou například britský British Petroleum, Norský Statoil a ruský Lukoil. Tudíž za velmi silnou stránku po finanční analýze bych označila téměř monopolní postavení v odvětví.

6.2 Slabé stránky

6.2.1 Před provedením finanční analýzy

Firma si sice zachovává stále zaměstnance po dobu více jak 20 let, což je dobré pro její vnitřní stabilitu, ovšem vidím v tom i slabou stránku, jelikož noví lidé mohou do firmy přinést nové myšlenky a tak ji posunout na novou, vyšší úroveň, srovnatelnou se světem.

6.2.2 Po provedení finanční analýzy

Po provedení finanční analýzy bych označila za velmi slabou stránku firmy pohledávky, kterých měla v letech 2005-2007 nadbytek. V roce 2007 téměř 8x delší než doba obratu závazku, z čehož vyplývá, že firma hradí své závazky včas, ovšem na splacení pohledávek čeká i déle než jeden rok. To potvrdila pohotovostní likvidita, jelikož ta je ve srovnání s hotovostní likviditou několikrát tak vyšší, což znamená, že většina peněžních prostředků společnosti je vázána v krátkodobých a dlouhodobých pohledávkách.

Také došlo k významnému snížení tržeb v roce 2008, což bylo způsobeno jednak převodem části podniku na dceřiné společnosti, ale také se projevil důsledek poklesu ceny ropy ze 144 dolarů na 40 za barel v druhé polovině roku 2008. Ovšem do budoucna by se situace měla zlepšovat, jelikož vidíme neustálý nárůst ceny ropy, která se nyní pohybuje již nad hodnotou 80 dolarů za barel.

6.3 Příležitosti

6.3.1 Před provedením finanční analýzy

Vzhledem k pobočce v Anglii má firma dobrou příležitost pro expanzi do celého světa. Dále díky tomu, že firma má podílnictví i v některých zahraničních firmách, včetně velmocí těžících ropu, má možnost podílet na významných těžebních územích a mít z toho zisk. Také díky projektu se společností Gazprom na stavbu dalšího zásobníku plynu na území České republiky, má firma příležitost na zvýšení svého podílu a samozřejmě svého zisku.

6.3.2 Po provedení finanční analýzy

Díky tajícím ledovcům se objevují nová ložiska ropy a Moravské naftové doly mají možnost, vzhledem k podílům v jiných firmách, dělat průzkumy těchto ložisek a následnou těžbu ropy, což by firmě přineslo zisk.

6.4 Hrozby

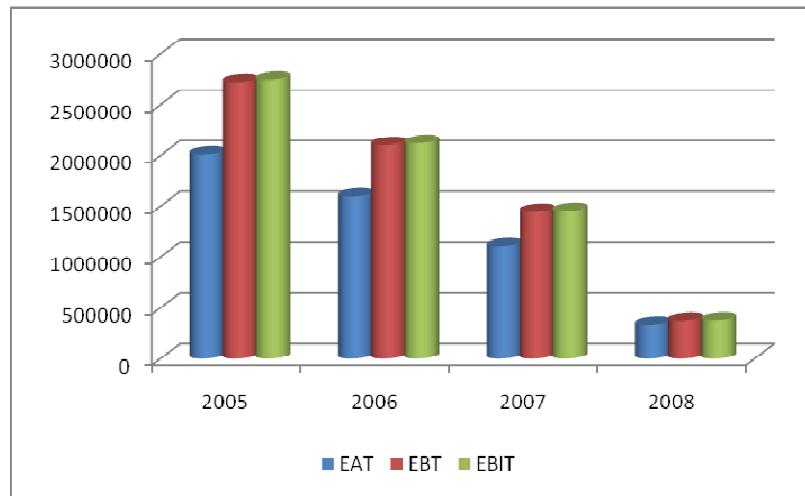
6.4.1 Před provedením finanční analýzy

Co se týče konkurenční hrozby, na území ČR se významná konkurenční firma nenachází, tudíž nemůže ani Moravské naftové doly ohrožit. Za hrozbu bych určitě považovala vyčerpateľnost ropných ložisek, což by vedlo k ukončení činnosti společnosti.

6.4.2 Po provedení finanční analýzy

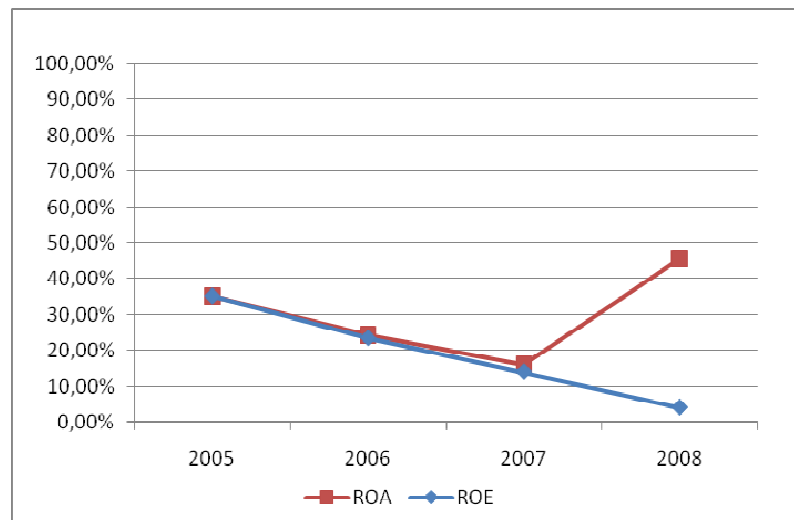
Za hrozbu bych považovala příchod nového konkurenta, což je ovšem v nynější době téměř nemožné. Ovšem v zahraničí by to pro firmu mohlo znamenat i ztrátu svého výsadního postavení na trhu. Velkou hrozbou pro firmu zabývající se těžbou ropy, je cena ropy, která se ze 147 dolarů za barel z července letošního roku propadla na 48 dolarů za barel, což pro firmu může znamenat prudké snížení zisku ne-li bankrot. Samozřejmě, že nynější hrozbou pro všechny firmy, nejen ty těžební, je finanční krize, která již nyní spoustu podniků dohnala k bankrotu.

7 HODNOCENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU NA ZÁKLADĚ KLASICKÝCH UKAZATELŮ



Obr. 8. Graf- Vývoj výsledků hospodaření u podniku

Moravské naftové doly, a.s. [vlastní]



Obr. 9. Graf - Vývoj rentability u podniku

Moravské naftové doly, a.s. [vlastní]

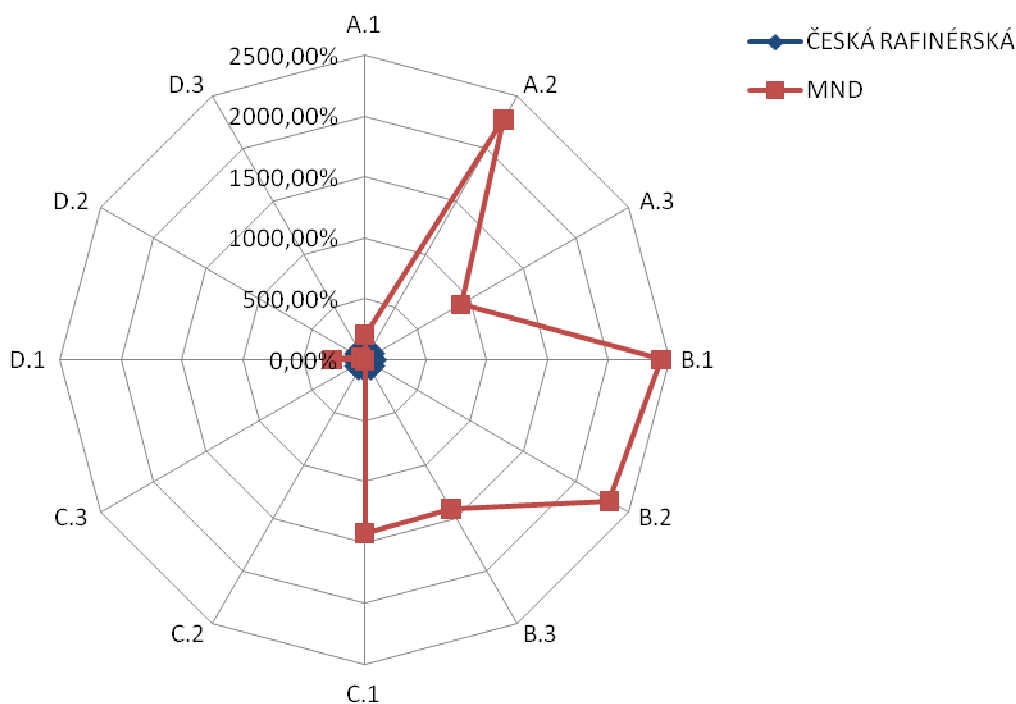
Vzhledem k faktu, že Moravské naftové doly, a.s. nemají v České republice stejně silného konkurenta, musíme tedy vzít určité výsledky s mírnou rezervou. Z provedené analýzy vyplývají následující významná fakta:

- Rok 2008 znamenal pro podnik zvrát, kdy byla větší část podniku převedena na dceřiné společnosti a tím se podstatně změnil stav majetku a závazků, resp. nákladů a výnosů.
- Nejen převod části podniku, ale i finanční krize a s ní i pokles ceny ropy ze 144 dolarů na 40 dolarů za barel v druhé polovině roku 2008, znamenal pro podnik významné snížení tržeb. Ovšem i přesto je podnik stále ziskový.
- Zadluženost je mnohem menší než u konkurenční společnosti a v roce 2008 dosahuje hodnoty pod 1 %.
- Podnik je finanční stabilní jednak díky splnění zlatého pravidla financování, ale také díky hodnotě ukazatele úrokové krytí, které podniku přináší nejlepší ohodnocení ratingu A+++, tzn. že nemá problémy s vytvářením potřebných zisků pro krytí potenciálních úroků z půjček.
- Také hodnoty likvidity dosahují velmi dobrých výsledků a podnik by proto neměl mít do budoucna problémy dostát svým závazkům.
- Oproti konkurenční společnosti nemají Moravské naftové doly problémy s rentabilitou, která dosahuje poměrně vysokých hodnot, i přes jejich pokles v rámci sledovaného období způsobený možným očekáváním příchodu finanční krize a jejich skutečných následků v podobě poklesu ceny ropy.
- Společnost má rezervy v obratovosti aktiv, která se pohybuje pod hodnotou 1, což znamená, že firma neefektivně využívá svá aktiva.
- Alarmující je také vysoká doba obratu pohledávek dosahující v roce 2007 až 402 dnů oproti mnohem nižší době obratu závazků. Z těchto údajů můžeme usoudit jediné, že firma musí svou činnost financovat jiným způsobem než pomocí krátkodobých pohledávek a jednak se stává pro své zákazníky věřitelem.

Ovšem i přes některé nepříznivé výsledky je společnost Moravské naftové doly, a.s. dostatečně finančně stabilním podnikem a konkurence v rámci České republiky její postavení nemůže nijak významně ohrozit.

Tab. 4. Spider analýza pro rok 2008[vlastní]

SPIDER ANALÝZA PRO ROK 2008		MND	ČESKÁ RAFINÉRSKÁ
Rentabilita	A.1 Rentabilita vlastního kapitálu	4,07%	2,00%
	A.2 Rentabilita celkového kapitálu	45,60%	2,00%
	A.3 Rentabilita výnosů	36,40%	4,00%
Likvidita	B.1 Běžná likvidita	24,36	1,00
	B.2 Pohotová likvidita	24,35	1,05
	B.3 Hotovostní likvidita	2,69	0,19
Zadluženost	C.1 Vlastní kapitál/Aktiva	9,98	0,70
	C.2 Celková zadluženost	0,01	0,30
	C.3 Míra zadluženosti	0,00	0,44
Obratovost	D.1 Obratovost aktiv	1,25	0,46
	D.2 Doba obratu pohledávek	72,00	183,00
	D.3 Doba obratu závazků	3,00	213,00



Obr. 10. Graf - Spider analýza pro rok 2008[vlastní]

Přesto, že byl rok 2008 pro podnik Moravské naftové doly náročný při převodu větší části majetku a závazků na dceřině společnosti, hodnoty jednotlivých ukazatelů jsou velmi dobré. Moravské naftové doly mají mnohem vyšší jak rentabilitu, tak i likviditu oproti České rafinérské, která se pohybuje ve velmi nízkých hodnotách. Z hlediska zadluženosti jsou na tom opět lépe Moravské naftové doly, které mají celkovou zadluženost téměř nulovou. Česká rafinérská si také nestojí špatně, její hodnoty vykazují stejně jako u Moravských naftových dolů dostatečnou finanční stabilitu. U ukazatelů obratovosti jsou

podniky velmi odlišné. Moravské naftové doly využívají svá aktiva efektivněji než Česká rafinérská, jelikož ukazatel obratovosti aktiv je nad doporučovanou hodnotou 1. Můžeme také vidět, že Moravské naftové doly mají jednak nižší dobu obratu pohledávek a závazků Česká rafinérská, ovšem doba obratu pohledávek je mnohem vyšší než závazků, tzn. že Moravské naftové doly splácí své závazky rychleji, než dostávají zapláceno od svých dlužníků, firma se tak stává věřitelem pro své dlužníky. U České rafinérské jsou sice doby obratu vyšší, ale doba obratu závazků je delší než pohledávek, což znamená, že firma může svou činnost z části financovat z krátkodobých pohledávek a nemusí hledat další alternativy financování.

8 HODNOCENÍ VÝKONNOSTI NA ZÁKLADĚ UKAZATELE EVA

Ekonomický model používá pro výpočet ekonomické přidané hodnoty vztah:

$$EVA = NOPAT - WACC \times C$$

8.1 Vymezení NOA (C)

Úprava aktiv pro výpočet NOA vychází z následujících kroků:

1. Aktivace položek, které nejsou v aktivech vykazovány
2. Vyčlenění neoperativních aktiv
3. Snížení aktiv o neúročený cizí kapitál

8.1.1 Aktivace položek

V této části je uveden postup při aktivaci položek, které podnik využívá ke své hlavní výdělečné činnosti, ale v rozvaze nejsou zachyceny.

8.1.1.1 Leasing

Podnik Moravské naftové doly, a. s. pořizoval formou leasingu zejména:

- nákladní a osobní automobily
- technologická zařízení, kompresory, čerpadla
- produktovou
- ostatní stroje a přístroje

Od roku 2008 již žádný nový majetek formou leasingu pořízen nebyl, jelikož firma převedla téměř veškerý svůj majetek a závazky dceřiným společnostem, které přebraly i majetek, který byl pořízen formou leasingu.

Tab. 5. Leasingové splátky [vlastní]

tis. Kč	2004	2005	2006	2007	2008
Aktivace leasingu	520 476	479 634	428 874	411 349	0

Leasing je aktivován jak do dlouhodobého majetku, tak do závazků.

8.1.1.2 Oceňovací rozdíly

Oceňovací rozdíly u dlouhodobého majetku nebyly u společnosti Moravské naftové doly, a. s. zjištěny.

8.1.1.3 Aktivace nákladů s dlouhodobými předpokládanými účinky

Analyzovaná společnost se sama výzkumem ani vývojem nezabývá, proto nebude aktivace provedena.

8.1.1.4 Goodwill

Hodnota goodwillu nebyla u analyzované společnosti zjištěna, nebude tudíž zařazena do NOA.

8.1.1.5 Tiché rezervy

Vedením společnosti nebyly žádné rezervy označeny jako nadbytečné, tudíž se s nimi při výpočtu NOA dále nepočítá.

8.1.2 Vyčlenění neoperativních aktiv

8.1.2.1 Krátkodobý finanční majetek

Krátkodobý finanční majetek vyloučím v případě, že dosahuje vyšší částky, než je z hlediska provozu nutné. K tomu použiji ukazatele hotovostní likvidity, u něhož nechci, aby přesáhl hodnotu 0,5. Dosahovaná hodnota je pro rok 2004, 2005, 2007a 2008 nižší, žádná úprava tedy není třeba. V roce 2006 však bylo dosaženo vyšší hodnoty, proto je třeba provést úpravy a „nadbytečné“ peněžní prostředky odečíst od krátkodobého finančního majetku. Současně tuto hodnotu musím vyloučit v pasivech v položce Ekvivalenty VK.

Tab. 6. Vyloučení KFM [vlastní]

tis. Kč	2006
KFM	2 070 810
- Provozně nutný KFM	561 400
- "Nadbytečný" KFM	1 509 411

8.1.2.2 Dlouhodobý finanční majetek

Vzhledem k tomu, že investice nemají portfoliový charakter, neměly by být z aktiv vyloučeny. Došlo k propojení mezi hlavní činností analyzovaného podniku a dceřiných podniků, do kterých bylo investováno.

8.1.2.3 Nedokončené investice

Tab. 7. Vyloučení nedokončených investic[vlastní]

tis. Kč	2004	2005	2006	2007	2008
Nedokončený DHM	55 021	44 028	21 288	25 529	0
Nedokončený DNM	0	978	0	0	0

Protože se nedokončené investice nepodílí na tvorbě současných výsledků hospodaření, je třeba je vyčlenit. Tuto část DHM a DNM je třeba z aktiv odečíst. V roce 2008 nemusím odečítat nic, protože nedokončený DHM společnost již nevlastní.

8.1.2.4 Jiná aktiva nepotřebná k operativní činnosti

Nebyla zjištěna žádná jiná aktiva, která se nepoužívají k operativní činnosti, proto zde opět není provedena žádná úprava.

8.1.3 Neúročený cizí kapitál

Upravená aktiva je nutné snížit o pasiva, která nejsou úročena.

Tab. 8. Neúročený cizí kapitál podniku MND, a. s. [vlastní]

tis. Kč	2004	2005	2006	2007	2008
Rezervy	476 992	915 944	617 765	651 528	0
Dlouhodobé neúročené závazky	41 516	45 668	46 639	32 864	0
Krátkodobé neúročené závazky	479 234	556 774	878 349	460 000	7 433
Časové rozlišení pasivní	6 415	3 566	6 464	5 677	0
Celkem	1 004 157	1 521 952	1 549 217	1 150 069	7 433

Kompletní dopady do majetkové struktury (vymezení NOA) jsou zobrazeny v následujících tabulkách.

Tab. 9. Vymezení NOA podniku MND, a. s. [vlastní]

(v tis. Kč)	2004	2005	2006	2007	2008
Dlouhodobý majetek	4 225 910	4 568 679	4 894 284	5 493 284	8019187
DNM	19 682	22 295	23 283	86 118	0
DHM	4 206 028	3 685 428	3 956 282	3 945 973	52
DFM	200	860 956	914 719	1 461 193	8019135
Oběžná aktiva	2 289 028	3 671 729	2 720 801	4 053 558	181044
Zásoby	189 259	97 691	97 738	157 075	16
Dlouhodobé pohledávky	10 765	6 767	67 326	7 238	0
Krátkodobé pohledávky	1 838 900	3 439 585	1 994 337	3 707 357	161005
Krátkodobý finanční majetek	250 104	127 686	561 400	181 888	20023
Časové rozlišení	42 686	13 840	28 482	12 023	370
- Neúročený cizí kapitál	1 004 157	1 521 952	1 549 217	1 150 069	7433
NOA	5 553 467	6 732 296	6 094 350	8 408 796	8 193 168

Tab. 10. Vymezení C podniku MND, a. s. [vlastní]

(v tis. Kč)	2004	2005	2006	2007	2008
Vlastní kapitál	4 181 895	5 678 502	5 268 226	7 844 647	8193168
Základní kapitál	806 825	806 825	806 825	806 825	806 825
Kapitálové fondy	-62 461	80	80	-11 734	80
Rezervní fondy	175 210	163 378	163 602	163 459	161365
VH minulých let	2 193 968	2 739 309	4 231 225	5 806 117	6891226
VH běžného úč. období	1 123 374	2 013 916	1 597 192	1 105 509	333672
Ekvivalenty VK	-55 021	-45 006	-1 530 699	-25 529	0
Cizí zdroje	1 371 572	1 053 794	826 124	564 149	0
Bankovní úvěry a výpomoci	851 096	574 160	397 250	152 800	0
Leasing	520 476	479 634	428 874	411 349	0
C	5 553 467	6 732 296	6 094 350	8 408 796	8 193 168

8.2 Vymezení NOPAT

Při výpočtu NOPAT jsem vycházela z výsledku hospodaření z běžné činnosti před zdaněním a uskutečnila jsem následující úpravy:

- 1 Vyloučili jsme z finančních nákladů placené úroky (přičtením zpět k VH) z bankovních úvěrů a také úroky obsažené v leasingových platbách.
- 2 Do NOPAT je nutné započítat i vliv změn vlastního kapitálu, které se projeví při výpočtu NOA. V případě našeho podniku nedošlo k žádným změnám vlastního kapitálu.
- 3 Dále jsme vypočítali dodatečně placenou daň následujícím způsobem: rozdíl původního VH a VH po úpravách jsme vynásobili daňovou sazbou pro daný rok.

Tab. 11. Vymezení NOPAT [vlastní]

(v tis. Kč)	2005	2006	2007	2008
VH z B.Č. před zdaněním (původní)	2 722 547	2 105 958	1 446 245	372435
Úroky z BÚ	23 028	15 555	9 255	1775
Úroky z Leasingu	20 194	19 761	19 685	20156
VH z B.Č. před zdaněním (po úpravách)	2 765 769	2 141 274	1 475 185	394 366
Rozdíl	43 222	35 316	28 940	21 931
Původně placená daň	708 631	508 766	340 736	38763
Dodatečně placená daň	11 238	8 476	6 946	4605
NOPAT	2 045 901	1 624 032	1 127 504	350 998

8.3 Výpočet WACC

8.3.1 Stanovení nákladů na cizí kapitál

8.3.1.1 Bankovní úvěr

Existuje několik metod, jak determinovat náklady na bankovní úvěr:

- 1 Úroková sazba je odvozena od úrokové sazby PRIBOR, ke které je připočtena riziková přírážka. Při srovnání vývoje ukazatelů běžné a pohotové likvidity jsem zjistila, že jsou téměř identické. Naopak hotovostní likvidita má velmi nestabilní vývoj a mnohdy velmi nízké hodnoty, z čehož plyne, že většina peněžních prostředků je vázána v krátkodobých pohledávkách. Na základě těchto faktorů jsem zvolila rizikovou přírážku v hodnotě 1,5%.

Tab. 12. Náklady na bankovní úvěry – 1. alternativa [vlastní]

	2005	2006	2007	2008
PRIBOR	2,13%	2,65%	3,42%	4,20%
Riziková přírážka	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Nominální úrokové sazby z úvěrů	3,63%	4,15%	4,92%	5,70%

- 2 Při druhé alternativě je možné využít vztahu nákladové úroky/bankovní úvěry. V tomto případě může nastat řada problémů, např. se může jednat o splacení úvěrů na konci roku. Je vhodnější použít vztah: úroky/((stav BÚ na začátku období + stav BÚ na konci roku)/2).

Tab. 13. Náklady na bankovní úvěry – 2. alternativa [vlastní]

	2005	2006	2007	2008
--	------	------	------	------

Stav BÚ na konci roku	574 160	397 250	152 800	0
Průměrný stav BÚ	712 628	485 705	275 025	76400
Nákladové úroky	23 028	15 555	9 255	1775
Úroková sazba - stav BÚ na konci roku	4,01%	3,92%	6,06%	0,00%
Úroková sazba - průměrný stav BÚ	3,23%	3,20%	3,37%	2,32%

3 Další možností je využití alternativního způsobu založeného na tržních datech.

Tab. 14. Náklady na bankovní úvěry – 3. alternativa [vlastní]

	2005	2006	2007	2008
Bezriziková úroková míra	3,53%	3,77%	4,24%	4,55%
EBIT/NÚ	119,23	136,39	157,27	210,82
Rating	AAA	AAA	AAA	AAA
Riziková přírážka	0,35%	0,35%	0,35%	0,35%
Odhadnutá úroková sazba BÚ	3,88%	4,12%	4,59%	4,90%

Pro naše účely je dále počítáno s údaji, které jsou vypočítány pomocí 1. alternativy. Tyto údaje jsou nej přesnější, ostatní způsoby jsou vhodné např. pro externího analytika v případě, že nemá dostatek interních informací o podmínkách úvěrů. Abych získala náklady na cizí kapitál, je potřeba vzít v úvahu působení daňového štítu. Je počítáno s 26% daní v roce 2005, s 24% daní v roce 2006 a 2007 a s 21% daní v roce 2008. Výsledky jsou uvedeny v následující tabulce.

Tab. 15. Náklady na bankovní úvěr [vlastní]

	2005	2006	2007	2008
Nominální úrokové sazby z úvěrů	3,63%	4,15%	4,92%	5,70%
Náklady na bankovní úvěr	2,69%	3,15%	3,74%	4,50%

8.3.1.2 Leasing

Je zde využít alternativní výpočet pro stanovení nákladů na cizí kapitál založený na tržních datech, který byl již představen u bankovních úvěrů ve třetí alternativě a jehož výsledky jsou uvedeny v tabulce výše. I zde je brán v potaz vliv daňového štítu. Výsledky jsou uvedeny v následující tabulce.

Tab. 16. Náklady na leasing [vlastní]

	2005	2006	2007	2008
Odhadnutá úroková sazba leasingu	3,88%	4,12%	4,59%	4,90%
Náklady na leasing	2,87%	3,13%	3,49%	3,87%

8.3.1.3 Průměrné náklady dluhu

Nyní máme všechny potřebné informace pro výpočet nákladů na cizí kapitál. Výsledky jsou uvedeny v následující tabulce.

Tab. 17. Průměrné náklady dluhu [vlastní]

	2005	2006	2007	2008
Bankovní úvěry (počátek roku)	851 096	574 160	397 250	152800
Leasing (počátek roku)	520 476	479 634	428 874	411349
Náklady na bankovní úvěry	2,69%	3,15%	3,74%	4,50%
Náklady na leasing	2,87%	3,13%	3,49%	3,87%
Průměrné náklady dluhu (N_{CK})	2,76%	3,14%	3,61%	4,04%

8.3.2 Stanovení nákladů na vlastní kapitál

8.3.2.1 Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM)

V anglosaských zemích je CAPM nejběžnějším modelem pro výpočet nákladů na vlastní kapitál. Pro výpočet je nutné znát bezrizikovou úrokovou míru, hodnotu koeficientu β a rizikovou prémii.

- **Bezriziková úroková míra**

Bezriziková úroková míra je uvedena v tabulce.

- **Koeficient β**

Vzhledem ke skutečnosti, že analyzovaná společnost Moravské naftové doly, a. s. není obchodována na kapitálovém trhu, zvolíme použití modelu CAPM s náhradními odhady β . Náhradním způsobem, jak určit koeficient β , je např. metoda analogie – použijí β podobných podniků. Při této metodě musím vzít v úvahu vliv kapitálové struktury a β musím upravit dle níže uvedeného vzorce. V našem případě jsem použila β - nezadlužená z daného odvětví (viz www.damodaran.cz).

- **Riziková premie ($r_m - r_f$)**

Riziková premie by měla být stanovena jako rozdíl mezi očekávanou výnosností trhu celkem a bezrizikovou mírou výnosu. Dala jsem přednost odhadu rizikové premie dle Damodarana.

Tab. 18. Výpočet N_{VK} dle CAPM [vlastní]

	2005	2006	2007	2008
--	------	------	------	------

r_f	3,53%	3,77%	4,24%	4,55%
β - nezadlužená	0,89	0,93	0,72	0,89
β - zadlužená	1,11	1,06	0,81	0,94
Riziková prémie	5,70%	5,96%	5,90%	7,10%
r_e	9,83%	10,09%	8,99%	11,19%

Příklad výpočtu nákladů na vlastní kapitál v roce 2007:

$$\beta_z = \beta_N \times \left[1 + (1 - T) \times \frac{CK_0}{VK_0} \right] = 0,72 \times \left[1 + (1 - 0,24) \times \frac{8326124}{5268226} \right] = 0,81$$

$$r_e = 4,24 + 0,81 \times 5,90 = \mathbf{8,99\%}$$

8.3.2.2 Průměrná rentabilita v odvětví

Další možností, jak určit náklady na vlastní kapitál, jsou údaje o průměrné rentabilitě vlastního kapitálu v odvětví. Údaje o rentabilitě v odvětví lze získat na webových stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu ČR (www.mpo.cz). Tímto způsobem jsem však nebyla schopna určit N_{VK} , neboť pro vybraná období (2005 – 2008) jsou pro OKEČ 11 zadány do systému méně než tři podniky. Srovnání tedy nebylo možné provést.

8.3.2.3 Odvození nákladů vlastního kapitálu z nákladů cizího kapitálu

Při tomto modelu využíváme toho, že náklady na vlastní kapitál jsou vyšší než náklady na cizí kapitál a lze je spočítat jako náklady na cizí kapitál + riziková přírážka. Doporučuje se přírážka 2-3 %. V případě analyzovaného podniku byla zvolena přírážka 2,5 %.

Tab. 19. Odvození N_{VK} z N_{CK} [vlastní]

	2005	2006	2007	2008
Úroková sazba BÚ	3,63%	4,15%	4,92%	5,70%
Přírážka	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
r_e	6,13%	6,65%	7,42%	8,20%

8.3.2.4 Stavebnicový model

K určení nákladů na vlastní kapitál lze použít stavebnicový model, který využívá Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR.

Jednotlivé přírážky jsem si určila následovně:

r_f – bezrizikovou úrokovou sazbu pro jednotlivé roky jsem zjistila na stránkách MPO ČR

r_{LA} – rizikovou přírážku za nižší likvidnost akcie jsem určila dle vztahu:

$$\text{Úplnatné zdroje} > 3 \text{ mld. Kč} \Rightarrow r_{LA} = 0,00\%$$

r_{podnik} – rizikovou přírážku za obchodní riziko jsem určila na základě podmínky:

$$\frac{EBIT}{A} > \frac{VK + BU + O}{A} * \frac{U}{BU + O} \Rightarrow r_{\text{podnik}} = 0,00\%$$

r_{FinStab} – rizikovou přírážku za finanční stabilitu jsem určila na základě porovnání celkové likvidity analyzované firmy a celkové likvidity konkurenční firmy Česká rafinérská

r_{FinStr} – rizikovou přírážku za finanční strukturu jsem určila na základě vztahu:

$$r_{\text{FinStr}} = r_e - WACC$$

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

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

Tab. 20. Stavebnicový model [vlastní]

	2005	2006	2007	2008
Bezriziková úroková sazba	3,53%	3,77%	4,24%	4,55%
r_{LA}	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
r_{podnik}	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
r_{FinStab}	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
r_{FinStr}	0,10%	-0,08%	-0,02%	0,00%
r_e	3,63%	3,69%	4,22%	4,55%

Výsledky získané výše uvedenými metodami pro zjištění nákladů na vlastní kapitál jsou uvedeny v následující tabulce. Jak můžeme vidět, nejvyšší hodnoty nákladů na vlastní kapitál vychází při použití modelu CAPM a nejnižší pomocí stavebnicového modelu. Pro další výpočty lze vybrat výsledek jedné metody nebo použít vážený aritmetický průměr výsledků více metod. Zvolíme N_{VK} získané pomocí metody CAPM.

Tab. 21. Přehled nákladů na vlastní kapitál [vlastní]

	2005	2006	2007	2008
CAPM	9,83%	10,09%	8,99%	11,19%
Odvození z N_{CK}	6,13%	6,65%	7,42%	8,20%
Stavebnicový model	3,63%	3,69%	4,22%	4,55%

Průměrná hodnota N_{VK} (váha 1 u každé metody)	6,53%	6,81%	6,88%	7,98%
------------------------------------------------------	-------	-------	-------	-------

8.3.3 Stanovení vážených průměrných nákladů na kapitál (WACC)

Průměrné náklady celkového kapitálu můžeme definovat jako vážený aritmetický průměr nákladů na jednotlivé druhy kapitálu, kde vahou je podíl příslušného kapitálu na celkovém kapitálu. V případové studii je pro determinaci nákladů na vlastní kapitál využíván výsledek metody CAPM. Vzhledem k výpočtu EVA vycházející ze stavu kapitálu k počátku hodnoceného období je pro výpočet nákladů na kapitál počítána rovněž struktura kapitálu k počátku období.

Tab. 22. Výpočet WACC [vlastní]

	2005	2006	2007	2008
N_{CK}	2,76%	3,14%	3,61%	4,04%
N_{VK}	9,83%	10,09%	8,99%	11,19%
CK/C (počátek období)	24,70%	15,65%	13,56%	0,00%
VK/C (počátek období)	75,30%	84,35%	86,44%	100,00%
WACC	8,08%	9,00%	8,26%	11,19%

8.3.4 Závěr k nákladům na kapitál

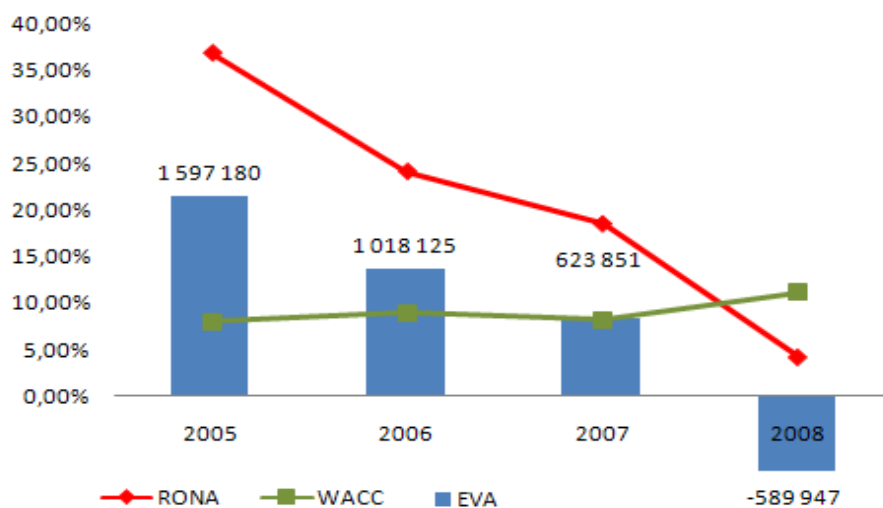
V případě analyzovaného podniku MND, a. s. můžeme konstatovat růst vážených průměrných nákladů na kapitál, i když v roce 2007 došlo k mírnému poklesu, tak rok 2008 zaznamenal vysoký růst. To je dáno nejen mírným nárůstem nákladů na cizí, ale především nákladů na vlastní kapitál, které v roce 2008 dosáhli 100 % na celkovém kapitálu, což znamená, že firma je financována již výhradně z vlastních zdrojů a cizí kapitál již nevyužívá. A jak se můžeme přesvědčit, dokud byl ještě využíván v určité míře cizí kapitál, tak celkové náklady klesaly, ovšem nyní jsou celkové náklady na úrovni 11,19 % a to jen díky využití pouze vlastního kapitálu.

8.3.5 Výpočet EVA

Následující tabulka ukazuje výsledky výpočtu EVA podle ekonomického modelu. K výpočtu byl použit vztah $EVA = NOPAT - WACC \cdot C$. Vývoj ukazatele EVA je zobrazen na obrázku, který vychází z modifikace vztahu v podobě $EVA = (RONA - WACC) \cdot C$.

Tab. 23. Výpočet EVA dle ekonomického modelu [vlastní]

(v tis. Kč)	2005	2006	2007	2008
NOA (počátek období)	5 553 467	6 732 296	6 094 350	8408796
NOPAT	2 045 901	1 624 032	1 127 504	350998
WACC	8,08%	9,00%	8,26%	11,19%
EVA	1 597 180	1 018 125	623 851	-589 947



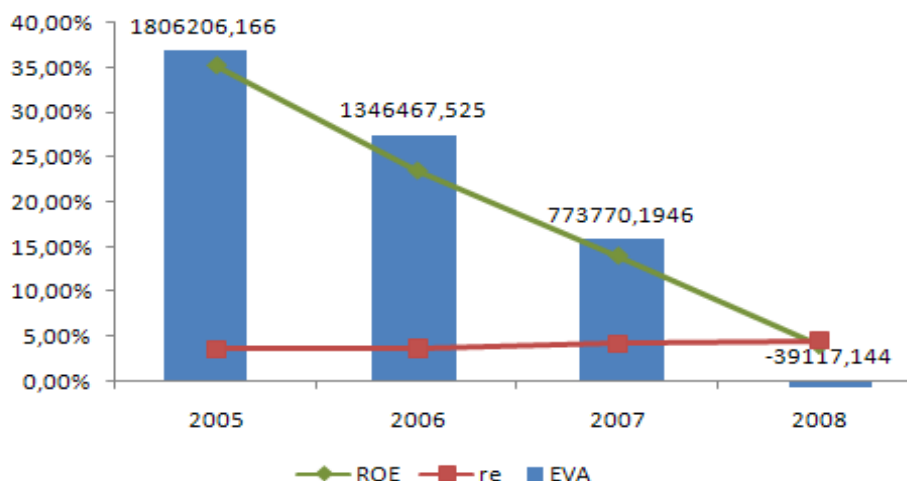
Obr. 11. Graf - Vývoj EVA podniku MND, a. s. [vlastní]

Podnik MND, a. s. dosahuje v analyzovaných letech 2005 – 2007 kladné hodnoty EVA, vývoj EVA je však negativní. Pokles hodnoty EVA pro rok 2006 je způsoben nárůstem NOA a WACC a také poklesem NOPAT. I přes pokles hodnoty NOA v roce 2007 hodnota EVA opět poklesla, důvodem je klesající NOPAT a rostoucí WACC. V roce 2008 se EVA dostala do záporných hodnot, což je způsobeno především nárůstem hodnot NOA a WACC a rapidním poklesem NOPAT. Jelikož firma převedla téměř veškerý hmotný a nehmotný majetek a závazky na dceřiné společnosti, došlo ke snížení výsledku hospodaření. Do roku 2007 firma vytvářela ekonomickou přidanou hodnotu pro své vlastníky, ovšem od roku 2008 ji již nevytváří, jelikož předala tuto funkci na své dceřiné společnosti, přestala tak být finančně výkonná a nyní se stala správcem kapitálových účastí poskytující pouze poradenskou činnost.

Pro srovnání postupů výpočtu EVA podle ekonomického a účetního modelu předkládám výsledky EVA podle účetního modelu, který se počítá dle vztahu $EVA = \check{C}Z - r_e \cdot VK$. Obrázek ukazuje vývoj ukazatele EVA a vstupních veličin, vychází z modifikace vztahu v podobě $EVA = (ROE - r_e) \cdot VK$.

Tab. 24. EVA dle účetního modelu [vlastní]

(v tis. Kč)	2005	2006	2007	2008
r_e	3,63%	3,69%	4,22%	4,55%
EAT	2 013 916	1 597 192	1 105 509	333672
Vlastní kapitál	5 723 508	6 798 924	7 870 176	8193168
EVA	1 806 206	1 346 468	773 770	-39117,1

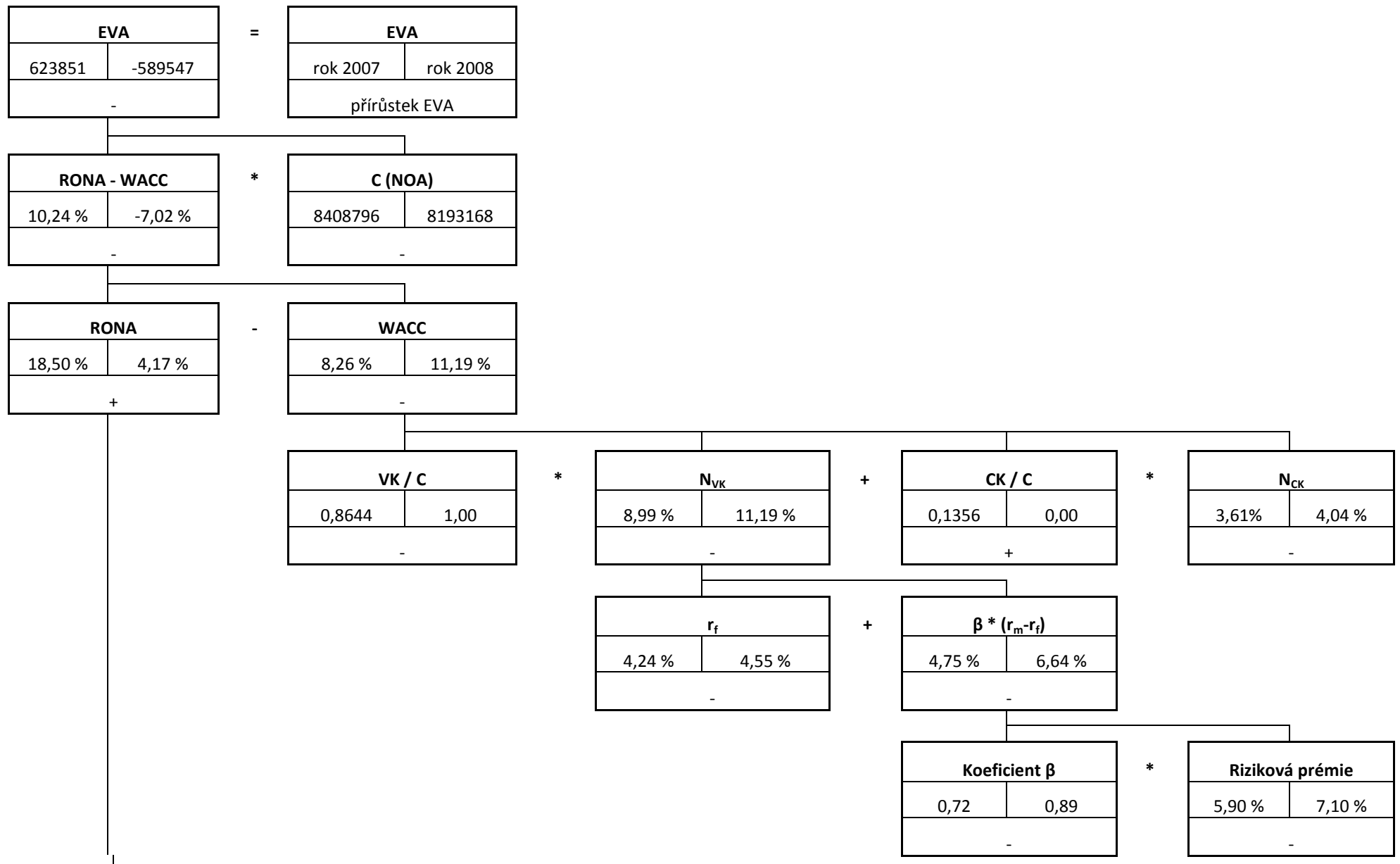


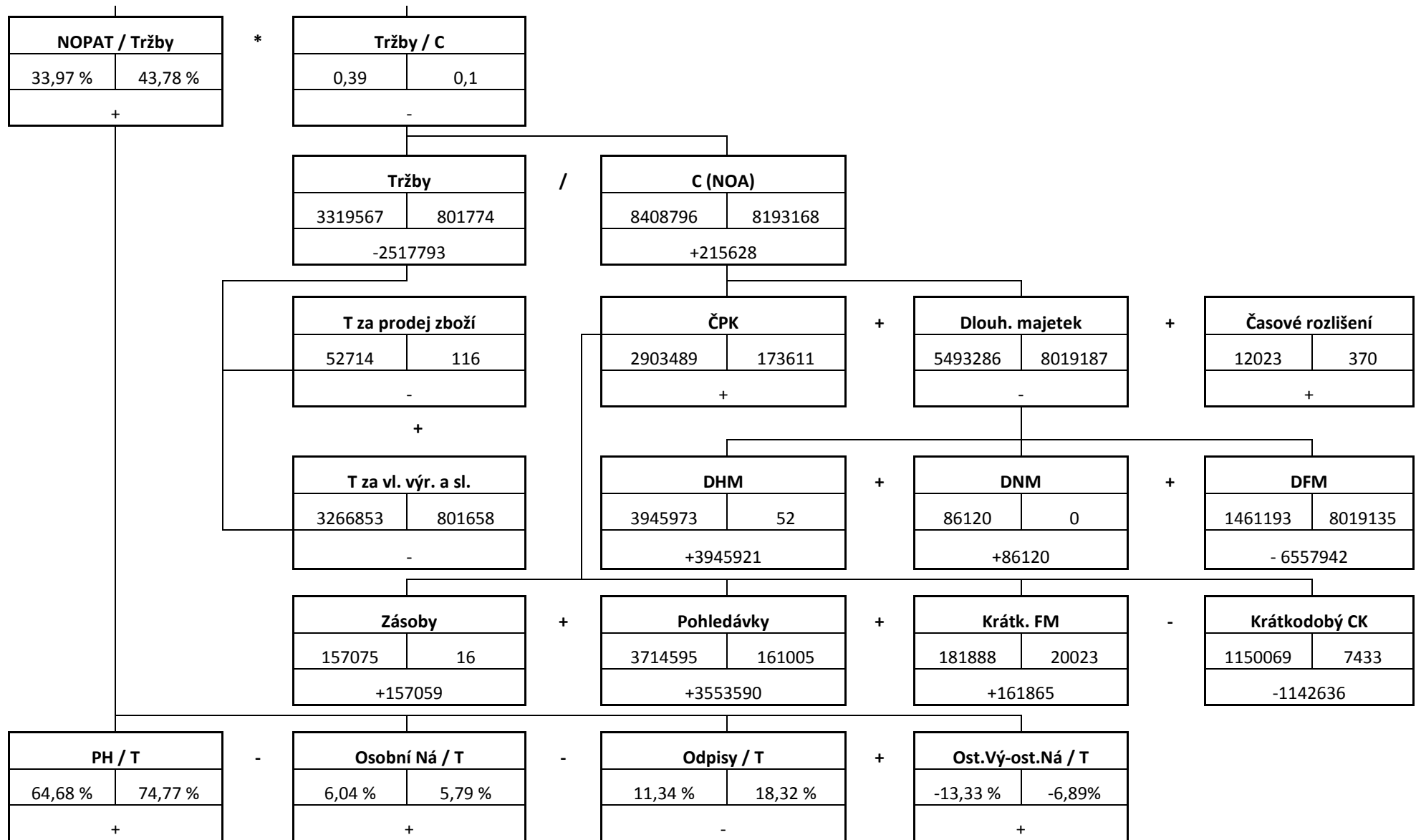
Obr. 12. Graf - Vývoj EVA podniku MND, a. s. – účetní model [vlastní]

Nepřehlédnutelné jsou rozdílné výsledky ekonomického a účetního modelu EVA. Dle účetního modelu dosahuje podnik v jednotlivých letech vyšší hodnoty EVA. Oba dva modely však shodně ukazují klesající tendenci hodnoty EVA a v roce 2008 oba vykazují záporné hodnoty.

8.4 Pyramidový rozklad podniku Moravské naftové doly, a.s

Následující obrázek znázorňuje pyramidový rozklad EVA analyzovaného podniku.





Rozklad začíná u vrcholového ukazatele EVA, kde sledujeme jeho roční změnu, která je dána rozdílem mezi hodnotami v letech 2007 – 2008. V roce 2007 podnik ještě tvořil hodnotu pro své vlastníky, ovšem v roce 2008 je hodnota EVA záporná. Snahou je zjistit příčiny tohoto výrazného poklesu. Základními prvky, působícími na hodnotu EVA, je tzv. spread (RONA – WACC) a investovaný kapitál. Spread působí na tvorbu hodnoty EVA kladně, s jeho růstem se hodnota EVA zvyšuje. U podniku MND, a. s. však došlo k poklesu této hodnoty, a proto byl vliv na EVA negativní. Vzhledem k zápornému spreadu má pokles investovaného kapitálu záporný vliv na hodnotu EVA.

Spread je tvořen rentabilitou investovaného kapitálu – RONA, jejíž pokles působí negativně na tvorbu hodnoty EVA, a WACC, jehož růst ovlivňuje EVU také záporně.

Základními prvky, které ovlivňují RONA, jsou zisková marže (NOPAT/Tržby) a obratovost investovaného kapitálu (Tržby/Investovaný kapitál). Došlo ke zvýšení ziskové marže, což mělo za následek pozitivní vliv na EVA. Naopak se snížila obratovost investovaného kapitálu, která ovlivnila tvorbu hodnoty EVA negativně. Souhrnně je však vliv ziskové marže a obratovosti investovaného kapitálu kladný, protože převažuje pozitivní vliv rostoucí ziskové marže.

Důvodem vzrůstu ziskové marže byl především velký přírůstek přidané hodnoty na tržbách. Pozitivní vliv na ziskovou marži měl také pokles podílu osobních nákladů a (ostatních nákladů – ostatních výnosů na tržbách. Negativní vliv měl naopak podíl odpisů na tržbách, který vzrostl.

Dalším faktorem ovlivňujícím rentabilitu investovaného kapitálu je obratovost aktiv. Cílem je, aby se aktiva obrátila za co nejkratší dobu. Obrat je závislý na velikosti aktiv a na výši tržeb. V roce 2008 došlo k vzrůstu investovaného kapitálu. Pokles ČPK a časového rozlišení působil na EVA pozitivně, naopak růst dlouhodobého majetku měl negativní vliv.

Růst dlouhodobého majetku, který ovlivňoval hodnotu EVA záporně, byl způsoben růstem především dlouhodobého finančního majetku.

Z hlediska ČPK došlo k výrazné změně u pohledávek, jejichž pokles ovlivnil hodnotu EVA kladně, stejně jako pokles krátkodobého finančního majetku a také zásob. Naopak pokles krátkodobého cizího kapitálu vyvolal negativní vliv na ukazatel EVA. Celkově došlo k pozitivnímu vlivu na ČPK, tím pádem i na EVU.

Dalším významným faktorem, který negativně ovlivnil hodnotu EVA, byl pokles tržeb, což bylo způsobeno zejména poklesem tržeb za vlastní výrobky a služby. Pokles tržeb (negativně ovlivňující hodnotu EVA) a pokles investovaného kapitálu (kladně ovlivňující hodnotu EVA) vedly ke snížení obratovosti aktiv, tzn., že pokles tržeb byl větší než pokles investovaného kapitálu.

Nyní ještě popíši druhou část spreadu a to vývoj WACC. Náklady na vlastní kapitál lze vypočítat pomocí několika metod, v našem případě byla zvolena metoda CAPM s náhradními odhady β . Základem CAPM je bezriziková úroková míra, k níž je přičten koeficient β vynásobený rizikovou prémie. Vzrůst koeficientu β a také rizikové prémie znamenal negativní vliv na EVU. Negativní vliv měl i růst bezrizikové úrokové míry. Celkově se náklady na vlastní kapitál zvýšily, což záporně ovlivnilo hodnotu EVA. Negativní vliv měl také vyšší podíl vlastního kapitálu na celkovém investovaném kapitálu. Jediným pozitivním vlivem na EVU byl pokles nákladů na cizí kapitál. Celkově se projevil negativní vliv na WACC a tím i na hodnotu EVA.

8.5 Shrnutí a doporučení

Od roku 2005 hodnota ukazatele EVA klesala, až se v roce 2008 dostala do záporných hodnot. Tento pokles byl způsoben jednak růstem nákladů na kapitál a to především díky vysokým nákladům na vlastní kapitál. Firma dává přednost jistotě před rizikovým, i když levnějším cizím kapitálem. Dalším významným činitelem byl NOPAT, který každoročně klesal a v roce 2008 poklesl až o 800 tis. Kč, čímž se ekonomická přidaná hodnota dostala do záporných hodnot.

Do roku 2007 společnost vytvářela ekonomickou přidanou hodnotu pro své vlastníky, ovšem rok 2008 znamenal zlom, který způsobil tvorbu nulové přidané hodnoty pro vlastníky. Tato situace ovšem není v žádném případě pro společnost ani její vlastníky negativní. Moravské naftové doly, a.s. jakožto mateřská společnost převedla převážnou většinu hmotného i nehmotného majetku a závazků na dceřiné společnosti, čímž došlo ke snížení VH mateřské společnosti. Přestože mateřská společnost jako taková netvoří přidanou hodnotu, tak vlastníci získávají tuto hodnotu z dceřiných společností, které hodnotu tvoří. Moravské naftové doly, a.s. přestala být finančně výkonná, stala se pouze správcem kapitálových účastí poskytující pouze poradenskou činnost. Nyní jsou finančně výkonnými dceřiné společnosti a živí svou mateřskou společnost, která je 50 % či 100 % vlastníkem. Následující doporučení by firmě pomohla k vytvoření ekonomické přidané hodnoty:

- *stanovit optimální WACC, především náklady na VK*

Poměr mezi náklady na cizí a vlastní kapitál by měl být optimální, tak aby bylo dosahováno maximální tržní hodnoty podniku. Ovšem Moravské naftové doly v předchozích letech využívali cizího kapitálu v menším množství, ovšem využívali jej. V roce 2008 došlo ke změně a vlastní kapitál tvoří téměř 100% z celkového kapitálu společnosti. Tato situace pro firmu má negativní dopad, protože díky tomu došlo k rapidnímu poklesu ekonomické přidané hodnoty. Vlastní kapitál je z pohledu investora mnohem dražší a rizikovější, ovšem pro podnik je méně rizikový, nemusí platit

každý měsíc platby a úroky z dluhu, když nemá dostatek financí. Ovšem cizí kapitál může naopak v budoucnu přinést vysoké peněžní toky, čímž i zvýší ekonomickou přidanou hodnotu pro vlastníky, na rozdíl od kapitálu vlastního, který v podniku bez využívání jen zbytečně leží a nepřináší téměř žádný užitek. Vzhledem k tomu, že mateřská společnost Moravské naftové doly, a.s. přestala plnit svou hlavní funkci, bude pro ni těžké, aby investovala pomocí cizího kapitálu, ovšem i jako poradenská společnost bude mít potřeby inovovat svůj majetek či nakoupit například nový software, nové propagační materiály, mohla by také investovat do systému vzdělávání pro své poradce, kteří by tak mohli poskytovat kvalitnější, efektivnější a modernější poradenský servis a to nejen na území České republiky, ale také ve světě, kde má společnost již také své pobočky.

- ***zvýšení tržeb, především za služby***

Zvýšení tržeb znamená zvýšení hodnoty pro vlastníka. Růst tržeb je možný pouze tehdy, pokud výnos z dané investice bude vyšší než náklady na ni vynaložené. Firma svou převážnou většinu tržeb převedla na dceřiné společnosti. Nyní má tržby především z poskytování služeb, které ovšem nejsou nijak závratné. Doporučila bych firmě poskytovat poradenské služby nejen svým dceřiným společnostem, ale vzhledem k podílům v zahraničí, má firma možnost poskytnout své služby i svým zahraničním obchodním partnerům a případně si otevřít i poradenské centrum např. v Londýně či Rusku.

- ***snížit dobu obratu pohledávek => zvýšit hodnotu ukazatele hotovostní likvidita***

Dle ukazatele hotovostní likvidity můžeme pozorovat, že firma má většinu peněžních prostředků vázaných v krátkodobých pohledávkách. Tento fakt je viditelný i v době obratu pohledávek, která dosahuje vysokých hodnot. V roce 2007 až 402 dní, což je opravdu velmi nebezpečné, protože spousta z nich již zřejmě nebude v řádném termínu splacena a stane se nedobytnými, což by znamenalo zvýšení nákladů a snížení hodnoty pro vlastníky. 8x vyšší hodnota pohledávek oproti závazkům znamená, že firma se stala věřitelem svých dlužníků a v případě náhlé potřeby peněžních prostředků se nemůže spoléhat na získání peněz z pohledávek, ale musí hledat zdroje náhradní. Firmě bych doporučila důslednější vymáhání svých pohledávek, navrhovala bych tuto činnost přenechat externí společnosti, která firmu může vyjít celkově levněji a bude to pro ni mnohem efektivnější, když využije outsourcingu, než aby si vymáhala pohledávky sama a zaměstnávala své i tak dosti zaneprázdňené pracovníky, kteří jí mohou přinést hodnotu jiným způsobem, než jen neustálým upomínáním svých dlužníků.

9 IMPLEMENTACE KONCEPTU EVA DO PODNIKU MND, A.S.

Po zhodnocení finanční výkonnosti pomocí současného klasického způsobu a také pomocí moderního konceptu EVA je nyní možné začít s implementací konceptu EVA do společnosti Moravské naftové doly, a.s. Při implementaci konceptu EVA je nutné vytvořit takový systém, který bude vyroben přesně na míru pro danou firmu, aby vyhověl jejím specifickým potřebám. Moravské naftové doly, a.s. jsou velmi specifické především předmětem svého podnikání a také svou dlouholetou tradicí. Je nutné, aby se implementace konceptu EVA nevztahovala jen na samotnou mateřskou společnost, ale aby byly zapojeny i všechny dceřiné společnosti.

9.1 Rozhodnutí o zavedení konceptu EVA do firmy na úrovni top managementu

Rozhodnutí o zavedení konceptu EVA do společnosti Moravské naftové doly, a.s. musí v první řadě padnout na úrovni jejího vrcholového vedení. Vzhledem k tomu, že firma je akciovou společností, je jejím nejvyšším orgánem představenstvo, které musí společně s akcionáři jako první schválit zavedení systému EVA do podniku. Je nutné, aby představenstvo i akcionáři porozuměli celému konceptu EVA a aby si uvědomili, jaké přínosy ze zavedení tohoto systému pro firmu plynou. Především musí představenstvo přesvědčit vlastníky, že to pro ně bude znamenat větší kontrolu a průhlednost celého systému finančního řízení podniku. A také díky tomuto konceptu mohou vidět, jak velkou hodnotu pro ně podnik tvoří. V rámci hierarchie nesmíme zapomenout na samotné zaměstnance, kteří se také musí s novou metodou hodnocení finanční výkonnosti seznámit, především s jejím přínosem a také s důležitostí jejich působení v celém systému hodnocení výkonnosti na základě nového konceptu EVA.

9.2 Strategické rozhodnutí o systému EVA

Představenstvo společnosti by mělo určit implementační tým, který si stanoví způsob a plán implementace konceptu EVA do podniku. V tomto týmu by měl být zástupce jak ze strany vlastníků, z představenstva, dozorčí rady, vedoucí finančního oddělení, vedoucí personálního oddělení a další členové vedení společnosti. Na tento tým čekají velmi důležitá rozhodnutí týkající se způsobu měření EVA, úpravy účetních výkazů, nastavení systému takovým způsobem, aby odhaloval příčiny vytváření či ničení ekonomické přidané hodnoty pro vlastníky. Dále je nutné stanovení periodicity propočtu EVA, systému stanovení na základě vytvoření hodnoty EVA a to na základě bonusů či odměn za určitou dosaženou kladnou hodnotu pro vlastníka. Následujícím krokem je rozhodnutí o školení zaměstnanců formou teoretického i praktického výcviku, tak aby se dosáhlo změny v myšlení

lidí ve firmě. Velmi důležitý je také způsob stanovení motivace, která musí být provedena napříč celý podnikem od vrcholového vedení až po nejnižšího pracovníka v podniku.

9.2.1 Measurement – návrh způsobu a postupů měření tvorby hodnoty

Fáze měření je základním krokem v procesu implementace systémů a řízení na základě konceptu EVA. Vzhledem k tomu, že Moravské naftové doly, a.s. jsou společnost s dlouhodobou tradicí a novinky tohoto typu se budou zavádět obtížně, navrhovala bych zaměřit se na jednoduchost a přímočarost při zavádění, aby tento systém v osobách spjatých s podnikem nevyvolával zbytečný pocit složitosti. Většinou se lidé bojí náhlých a velkých změn, proto by implementace systému EVA měla být co nejpřirozenější, aby jej manažeři a zaměstnanci přijali za svůj. V první fázi se implementace konceptu EVA provede v mateřské společnosti a poté postupně u každé dceřiné společnosti, aby byli zainteresováni všichni, kteří mají co dočinění s tvorbou hodnoty pro vlastníky.

V první části měření si musí implementační tým najít odpověď na otázku: „Jak se bude EVA počítat?“. I přesto, že jsem na začátku hovořila o jednoduchosti, v tomto případě, bych raději volila na propočít složitější ekonomický model, ovšem mnohem přesnější než je model účetní. Osobně bych tedy doporučila ekonomický model, u kterého by se společnost měla zaměřit jen na ty úpravy, které nejvíce ovlivňují dění v podniku. Samozřejmě není od věci, pokud by udělala případné nějaké úpravy navíc, jelikož čím více úprav je provedeno, tím je výsledek EVA přesnější, i když náročnější na výpočet.

V následující části by se tým měl zaměřit na výběr jen určitých úprav, které firma musí provádět minimálně po dobu tří let v neměnné formě. V rámci rozvahy se jedná o tyto úpravy: aktivace položek, které v rozvaze chybí – aktivace leasingu, oceňovacích rozdílů, tichých rezerv a také případných nákladů na reklamu či vzdělávání pracovníků. Dále je nutné vyčlenit neoperativní aktiva, mezi která patří dlouhodobý a krátkodobý finanční majetek, nedokončené investice a tato aktiva snížit o neúročená pasiva – rezervy, dlouhodobé a krátkodobé neúročené závazky a pasivní časové rozlišení. Tyto úpravy jsem uvedla v kapitole 8.1, což může sloužit firmě jako vodítko při provádění těchto úprav.

V další části je nutné upravit výkaz zisku a ztrát – vyloučit placené úroky, započítat vliv změn vlastního kapitálu a vypočítat dodatečně placenou daň. Opět je možné vycházet z úprav, které jsem provedla v kapitole 8.2.

Implementační tým bude dále pokračovat stanovením metody a přesného postupu při výpočtu nákladů na kapitál. Výpočet nákladů na cizí kapitál by firmě neměl činit potíže, jelikož veškeré informace má

k dispozici. Problémem možná může nastat při stanovení metody pro výpočet nákladů na vlastní kapitál, jelikož metod je hned několik. Firmě bych doporučila metodu CAPM s náhradními odhady β , která je jednou z nejpřesnějších metod, reálně ukazuje rizikovost daného odvětví a také zadluženost podniku. Samozřejmě opět firma má možnost využít mých postupů uvedených v kapitole 8.3.

Nyní se tím dostává k poslední zásadní otázce v této části: „Jak často bude EVA propočítávána?“ Vzhledem k tomu, že Moravské naftové doly, a.s. jsou mateřskou společností a je nutné koncept EVA zavést i v dceřiných společnostech. Doporučila bych v prvních pěti letech hodnocení výkonnosti na základě tohoto konceptu provádět propočet u mateřské společnosti každé čtvrtletí, tzn. 4x ročně, později by postačovalo jen 2x za rok. A každá dceřiná společnost by měla povinnost propočet EVA provádět každý měsíc. Je to především z toho důvodu, aby manažeři a zaměstnanci ve všech společnostech byli neustále motivováni k vytváření hodnoty pro vlastníky a vlastníci tak měli neustálý přehled o zvyšování resp. snižování tvorby hodnoty. A také aby se mohly včas učinit takové úpravy, které by zamezily poklesu hodnoty ukazatele EVA.

Je nutné, aby každá dceřiná společnost prováděla veškeré propočty sama za sebe a aby každá vytvářela kladnou hodnotu EVA a tím maximalizovala hodnotu pro svého vlastníka, kterým je mateřská společnost Moravské naftové doly, a.s. a tím pádem i pro její vlastníky.

9.2.2 Management – řízení a rozhodování v rámci celé organizace

Druhou fází v rámci implementace EVA je vytvoření takového systému řízení a rozhodování, který by byl uplatňován jak v mateřské společnosti, tak i ve společnostech dceřiných.

Na začátku by se tím měl zaměřit na vytvoření firemní politiky a kultury. Všichni manažeři by se měli s konceptem EVA ztotožnit a porozumět mu, aby mohli vytvářet hodnotu pro vlastníky. Slovo hodnota se nejčastěji používá ve spojení s financemi, proto je velmi důležité, aby se s tímto systémem v první řadě seznámilo finanční oddělení. Toto oddělení ponese funkci nejen koordinátora financí, ale také funkci kontrolní, aby nedocházelo ke zbytečnému plýtvání peněz do projektů, které by hodnotu nepřinášely. Mělo by se stát i pomocným orgánem pro ostatní oddělení v podniku, aby jim pomohlo vytvořit nadhled, které investice budou přinášet hodnotu a které ne.

Management společnosti Moravské naftové doly, a.s. musí stanovit finanční cíle, které bude prezentovat všem svým zaměstnancům, aby byli motivováni k dosažení těchto cílů. Za vytváření hodnoty musí být zodpovědný každý manažer a zaměstnanec od té nejvyšší až po nejnižší úroveň postavení v podniku. Jelikož především na zaměstnancích stojí skutečná hodnotová základna, protože

jsou to právě oni, kteří vytvářejí a prodávají produkty a služby tvořící hodnotu společnosti Moravské naftové doly, a.s.

Finanční oddělení je také zodpovědné za stanovení optimální kapitálové struktury a také za zvolení vhodné metody výpočtu nákladů na vlastní kapitál. V předchozí části jsem již zmínila, že bych firmě doporučila využít metody CAPM s náhradními odhady β , pro jejíž výpočet je nutné znát bezrizikovou úrokovou míru z hodnoty státních dluhopisů ČR, odhadnutou hodnotu koeficientu β pomocí Damodarana a rizikovou prémii. Tuto metodu musí použít při výpočtu nákladů na vlastní kapitál jak mateřská, tak i dceřiné společnosti, aby byly hodnoty srovnatelné.

Každý měsíc všechny dceřiné společnosti musí provést výpočet ukazatele EVA, aby bylo ihned zjištěné, zda daná společnost tvoří či netvoří hodnotu pro svého vlastníka, a kde jsou její rezervy. Výpočty EVA se budou provádět ve formě finančních zpráv vždy k poslednímu dni v měsíci a tato zpráva bude předkládána k 8. dni následujícího měsíce předsedům představenstev dceřiných společností. Zprávy musí obsahovat podrobný výpočet EVA a také pyramidový rozklad EVA s nutným komentářem, aby bylo jasné viditelné, které faktory jsou nejpříznivějším pro vlastníka a které naopak tvorbu hodnoty znemožňovaly.

Mateřská společnost Moravské naftové doly, a.s. bude výpočet EVA provádět vždy k poslednímu dni v měsíci březnu, červnu, září a prosinci. Finanční oddělení musí vypracovat podrobnou zprávu, která bude obsahovat výpočet EVA a pyramidový rozklad EVA s komentářem za mateřskou společnost a také za celý holding. Tato zpráva se bude překládat vždy k 20. dni v následujícím měsíci představenstvu společnosti ke kontrole. Je nutné, aby bylo jasné viditelné, která dceřiná společnost se podílí pozitivně na tvorbě hodnoty pro vlastníka a která negativně a také jaká opatření byla přijata k maximalizování hodnoty podniku pro vlastníka. Veškeré výsledky budou prezentovány také zaměstnancům, aby i oni měli představu o tom, jak jejich snaha ovlivňuje ekonomickou přidanou hodnotu a zda plní cíle stanovené managementem.

9.2.3 Motivation – plán motivace manažerů a zaměstnanců

Každý subjekt v podniku má jiný cíl, kterého chce dosáhnout. Ovšem je důležité, aby se tyto odlišné cíle sladily a dosáhlo se tak uspokojení jak na straně manažerů a zaměstnanců, tak i na straně vlastníků. Tak aby bylo dosaženo této symbiózy, je nezbytné, aby každý manažer či zaměstnanec byl odměněn za zvýšení hodnoty pro vlastníky, na kterém měl svůj významný podíl. I přesto, že výpočet EVA bude prováděn každé čtvrtletí, tak odměňování bych pro první roky zvolila roční, než dojde k ustálení systému EVA v podniku.

Hlavní podmínkou je vyplácení bonusů jen za podmínky dosažení kladné hodnoty EVA pro vlastníka, resp. hodnota bude vyšší, než jsou náklady obětované příležitosti. Nyní implementační tým stojí před dalším důležitým rozhodnutím, který model pro výpočet bonusu EVA zvolit. Jsou zde tři možnosti:

1. *Tradiční bonusový systém* – neslouží k motivaci zaměstnanců, jelikož bonus je vyplácen až na základě dosažené výkonnosti a je zde stanoven bonusový strop, který nesmí být překročen
2. *Eva bonusový systém* – kromě absolutních hodnot EVA bere v úvahu na rozdíl od tradičního systému i přírůstek hodnoty EVA.
3. *Moderní verze bonusového systému EVA* – je tvořena cílovým bonusem a procentem z hodnoty rozdílu přírůstku EVA a očekávaného zlepšení EVA

Moravským naftovým dolům, a.s. bych doporučila zvolit moderní verzi bonusového systému EVA, jelikož poskytuje nejefektivnější motivaci pro manažery, aby zlepšovali hodnotu EVA nejen pro sebe, ale i pro vlastníky podniku. Jednak firma v roce 2008 dosáhla záporné hodnoty EVA a tento bonusový systém je právě konstruován pro lepší motivaci manažerů, aby bylo v příštích letech dosahováno kladné hodnoty EVA a zvyšovala se i výkonnost podniku.

Tento bonusový model obsahuje tzv. bonusovou banku, která vyplácí jen určitou část bonusu, který je vytvořen v daném roce. Čímž umožňuje dlouhodobě motivovat manažery či zaměstnance ne jen na jedno období, ale i do budoucna. Bude-li stav bonusové bance záporný, nebudou se v daném roce vyplácet žádné odměny.

Absolutní EVA * Z % + Periodická změna EVA * 5 * Z % [4]

Za hodnotu Z jsem zvolila sazbu 5 %, je to hodnota bonusu, která bude každý rok vkládána do bonusové banky. Vyplácena bude vždy ¼ aktuálního zůstatku v bance, přičemž periodická změna EVA navýší bonus pouze tehdy, bude-li EVA kladná. V případě zlepšení záporné EVY žádný bonus tvořen nebude, jen pokud by se hodnota EVA zvýšila nad nulovou hodnotu.

Nyní provedu nástin aplikace moderního bonusového systému EVA implementovaného do mateřské společnosti Moravské naftové doly, a.s.

Tab. 25. Kalkulace bonusového systému EVA v letech 2005 – 2008 [vlastní]

(v tis. Kč)	2005	2006	2007	2008
EVA	1597180	1018125	623851	-589947
EVA * Z %	79859	50906	31193	-29497
Periodická změna EVA	X	-579055	-394274	-1213798
Periodická změna * 5 * Z %	X	-144764	-98569	-303450

Bonus	X	-93858	-67430	-332947
Bonusová banka	X	-93858	-161288	-494235
Vyplacený bonus	0	0	0	0

Přesto, že je ekonomická přidaná hodnota v prvních třech letech kladná, tak přírůstek EVA byl každý rok záporný, což způsobilo, že zůstatek v bonusové bance byl každý rok záporný. Z uvedeného vyplývá, že ani v jednom roce bonus vyplácen nebyl. V případě, že EVA dosáhne v příštích letech kladných hodnot a stav na bonusovém účtu bude také kladný, bude se vyplácet standardně $\frac{1}{4}$ z hodnoty bonus banky. Bonusy tedy nejsou omezeny ani zdola ani shora, tzn. že v případě záporného bonusu se sníží jen zůstatek bonusového účtu. Proto je systém bonusové banky pro dlouhodobou motivaci pracovníků nevhodnější.

9.2.4 Mindset – vzdělávání a výcvik zaměstnanců

Poslední čtvrtou fází implementace konceptu EVA do podniku je uvedení systému do povědomí všech manažerů a zaměstnanců v mateřské společnosti a následně také v dceřiných společnostech. Tato fáze má dopomoci k tomu, aby byl lépe pochopen záměr managementu firmy a všechny osoby ve firmě jej přijali za svůj. Nyní bude potřeba provést školení a praktický trénink manažerů i zaměstnanců s nutnou dávkou vzájemné komunikace, aby se předešlo nedorozumění.

Nejdříve musí projít podrobným školením implementační tým. Toto školení bude trvat nejdéle a to 5 dnů, aby se celý tým s totožnil s konceptem EVA a byl schopen jej ve firmě propagovat a podporovat jeho rozvoj a účel. Program školení bude obsahovat veškeré aspekty tohoto měřítka od základní podstaty řízení podniku na základě EVA až po popis výpočtu a pyramidový rozklad EVA s podrobným komentářem jednotlivých faktorů, které měly na hodnotu EVA vliv.

Další školení bude pro top manažery a manažery jednotlivých oddělení. Školení se bude týkat především podstaty měření a tvorby hodnoty na základě ekonomické přidané hodnoty a také bude prezentován systém odměňování, který bude jistě tím nejzajímavějším bodem školení. Toto školení bude celkem trvat 6 dní, přičemž první 3 dny bude výhradně pro top manažery a další tři dny bude určeno manažerům jednotlivých oddělení, jelikož nesmí být narušen pravidelný chod podniku. V prvním dnu školení bude koncept EVA představen po teoretické části, následující 2 dny bude prezentováno praktické používání v konkrétních případech, aby se tento nový systém předvedl i v praxi. Každý manažer má možnost během školení pokládat otázky školitelům, aby se vyjasnili veškeré nejasnosti ohledně konceptu EVA. Na konci školení bude pro manažery připraven menší test,

který bude obsahovat modelové situace, které budou mít za úkol co nejlépe vyřešit. Cílem je ověřit správné pochopení systému a akceptování všech jeho podstatných složek.

Poslední sekce školení bude určena ostatním zaměstnancům, aby byli i oni seznámeni s důvody, proč se management společnosti rozhodl pro nový systém řízení hodnoty v podniku. Pro každého zaměstnance bude školení probíhat 2 dny, vzhledem k velkému počtu zaměstnanců bude školení probíhat celkem 2 měsíce, přičemž na každý školící seminář bude vysláno celkem 15 lidí. V rámci tohoto školení budou všichni pracovníci seznámeni se základními principy hodnotového řízení ve firmě na základě konceptu EVA, obeznámit je s jejich úkolem v rámci tohoto systému a také se systémem odměňování, aby byli motivováni k akceptování tohoto systému.

Na každé školení budou speciálně vytvořeny podklady, aby každý účastník i po školení měl možnost osvěžit si podstatu konceptu EVA a jeho roli v hodnotovém systému řízení. Pro udržení stálé hladiny motivace budou na intranetu každý měsíc zveřejňovány údaje o tom, jak si každý zaměstnanec stojí a jak přispívá ke zvyšování hodnoty podniku.

Každý vedoucí oddělení bude mít za úkol provádět v prvních 5 letech kontrolní školení zaměstnanců, které se budou konat každého čtvrt roku, aby se vytvářelo povědomí o společném úsilí na dosažení podnikového cíle a upevňoval se pozitivní vliv na kulturu, chování a vzájemné vztahy uvnitř podniku.

Tab. 26. Přehled počtu hodin v rámci školení zaměstnanců [vlastní]

Školení	Zúčastnění	Hodiny
5 dnů	Implementační tým	40
3 dny	Top manažeři	24
3 dny	Manažeři oddělení	24
2 dny po 2 měsíce	zaměstnanci	320
Celkem		408

Z tabulky je patrné, že pouze školící část implementačního plánu v Moravských naftových dolech, a.s. bude trvat celkem 2,5 měsíce.

9.3 Implementační plán

Hlavní osobou, která je zodpovědná za zavedení konceptu EVA do společnosti Moravské naftové doly, a.s., je předseda představenstva. Na začátku implementace se společnost musí rozhodnout, zda implementaci provede sama nebo zda si přizve externí firmu. Vzhledem k tomu, aby se implementace

zbytečně neprodražila, doporučila bych jí provést implementaci konceptu EVA vlastními silami s pomocí nějakého externího poradce. Ušetří náklady a mohou vycházet z mé práce, popřípadě bych jim mohla při implementaci být i nápomocná, jelikož ve firmě není kompetentní osoba, která by konceptu EVA a jeho výpočtům rozuměla. Další možností by bylo přizvání si pracovníka z akademické půdy UTB ve Zlíně, speciálně z Ústavu financí a účetnictví, kde se nachází mnoho odborníků, kteří jistě rádi pomohou.

Doba implementace konceptu EVA do mateřské společnosti Moravské naftové doly, a.s. činí celkem 6 měsíců. Reálný začátek implementačního procesu je v červenci roku 2010, aby se 1. 1. 2011 koncept EVA do podniku mohl bez komplikací zavést. Implementace do dceřiných společností bude prováděna po podobném principu, ovšem časová hodnota bude již nižší.

Tab. 27. Implementační plán konceptu EVA v časovém vyjádření [vlastní]

Činnosti	Červenec	Srpen	Září	Říjen	Listopad	Prosinec
Představení EVA představenstvu	■					
Představení EVA vlastníkům	■					
Rozhodnutí představenstva o zavedení do firmy		■				
Measurement		■				
Management			■			
Příprava školení			■	■		
Motivation			■	■		
Mindset				■	■	■
Závěr implementace						■

Nyní propočítám náklady na zavedení konceptu EVA do podniku, přičemž budu vycházet z časových hodnot jednotlivých činností. Následně vypočítám reálné náklady na implementaci a také uvedu implicitní náklady, které sice firma reálně nezaplatí, ovšem které firmě vzniknou při uvolňování pracovníků z jejich stálého pracoviště. V poslední části se pokusím odhadnout všechny přínosy implementace konceptu EVA v mateřské společnosti Moravské naftové doly, a.s. a také zmíním případná rizika, které by mohly nastat při realizaci konceptu EVA. Náklady a přínosy do dceřiných

společností z důvodu náročnosti propočtu neuvádím, ovšem budou se pohybovat v podobných ukazatelích a číslech jako u mateřské společnosti.

Tab. 28. Počet hodin jednotlivých činností

při implementaci EVA do podniku [vlastní]

Činnosti	Hodiny
Představení EVA představenstvu	4
Představení EVA vlastníkům	4
Rozhodnutí představenstva o zavedení do firmy	10
Measurement	60
Management	60
Příprava školení	80
Motivation	60
Mindset	408
Závěr implementace	30
Celkem	716

Z výše uvedené tabulky plyne, že celkový čas pro implementaci konceptu EVA do společnosti Moravské naftové doly činí 716 hodin a bude rozložen do období 6 měsíců. Tyto hodiny rozdělím na dvě části a to část, kterou si firma bude provádět sama a část druhou, kterou bude provádět školitel. Ještě vyčíslím i náklady na případného externího poradce, kterého by firma případně mohla také využít při implementaci. Školitel bude v rámci implementace provádět především Mindset, který celkem čítá 408 hodin a náklady na tuto část činí 489 600 Kč (počítám 1 200 Kč na hodinu školitele). Pokud firma využije služeb externího poradce, který bude pomáhat implementačnímu týmu s činnostmi v rámci Measurement, Management a Motivation, činí náklady na tuto osobu 180 000 Kč. (celkový počet hodin je 180 a náklady na 1 h činí 1000 Kč). Dalšími náklady na obě tyto osoby jsou stravné, cestovní náklady a ubytování, jejichž celková částka činí 75 600 Kč. Tyto náklady jsou ovšem pouze orientační, jelikož záleží na tom, odkud bude školitel a externí poradce dojíždět, či zda budou z místa sídla společnosti. Náklady na implementaci prováděné firmou vycházejí na částku 184 800 Kč při celkovém času 308 hodin. Další náklady přinesou i nutné podklady pro školení a taky program, který bude pravidelně vyhodnocovat přínos každého pracovníka podílejícího se na tvorbě hodnoty pro vlastníka. Náklady v této oblasti se pohybují kolem 225 000 Kč.

Celkové náklady na implementaci konceptu EVA v mateřské společnosti Moravské naftové doly, a.s. předběžně činí 1 155 000 Kč.

Nesmíme zapomenout přičíst i implicitní náklady plynoucí z času stráveného na školení, kdy zaměstnanci nemohli provádět svou obvyklou činnost na pracovišti. V roce 2008 byl počet zaměstnanců 224, v rámci restrukturalizace budeme počítat se snížením počtu zaměstnanců na 160, přičemž doba strávená na školení je 16h na jednoho zaměstnance. Průměrný náklad za hodinu, kdy zaměstnanec nepracuje, je 135 Kč, tudíž celkové náklady činí 345 600 Kč. V případě top manažerů a manažerů jednotlivých oddělení není nutné náklady propočítat, jelikož svou práci efektivně delegují mezi ostatní pracovníky.

Pokud bude implementace konceptu EVA do mateřské společnosti Moravské naftové doly, a.s. úspěšná, efektem bude vytvoření hodnoty pro vlastníka v budoucích letech. Pokud bych měla odhadnout přínos konceptu EVA pro mateřskou společnost, tak by na konci roku 2011 činil 450 000 tis. Kč. Zdůrazním, že je to přínos pouze mateřské společnosti, ne celého holdingu, který by byl mnohonásobně vyšší. Celkový efekt není jen otázkou krátké doby, právě naopak tento efekt řízení na základě konceptu EVA má dlouhodobý charakter na vytváření hodnoty pro vlastníka, ale také jde o změnu chování manažerů a ostatních zaměstnanců firmy, resp. celkové kultury firmy.

Aby bylo zavedení konceptu EVA pro společnost přínosné, musí být celkový efekt odhadovaného přínosu vyšší než náklady na jeho implementaci. V mateřské společnosti Moravské naftové doly, a.s. činí celkový efekt odhadovaného přínosu 448 845 tis. Kč, tudíž zavedení konceptu bude mateřskou pro společnost i přes vyčíslené náklady efektivní.

S každým projektem souvisí určité riziko, u implementace konceptu EVA tomu není jinak. Mezi největší riziko bych zařadila finanční stránku, resp. nedostatek peněžních prostředků na realizaci nového systému řízení.

Dalším rizikem je nedostatečné seznámení a pochopení konceptu EVA zaměstnanci podniku, čímž může dojít k opačnému efektu, tzn. snížení tvorby hodnoty pro vlastníka. Je opravdu velmi důležité, aby školení bylo provedeno odborně i s praktickým výcvikem. Ovšem vzhledem k tomu, že se ve firmě nachází kromě školitele i externí poradce, riziko tohoto typu je malé.

Může také dojít k tomu, že zavedení nového konceptu do podniku nebude úspěšné a povede to ke snížení tvorby hodnoty pro vlastníka. Jedním z důvodů může být např. nepřesně stanovené vize a strategie managementu s důrazem na tvorbu hodnoty, dále nedostatečně identifikované klíčové

faktory ovlivňující hodnotu EVA v podniku a také špatná motivace zaměstnanců, kteří nejsou ztotožněni s konceptem EVA a nemají zájem se podílet na tvorbě ekonomické přidané hodnoty.

ZÁVĚR

Cílem mé diplomové práce bylo vyhodnotit ekonomickou výkonnost podniku pomocí moderního ukazatele ekonomické přidané hodnoty a následně navrhnout jeho implementaci do společnosti Moravské naftové doly, a.s. Vzhledem k tomu, že v podniku jsou pro měření výkonnosti využívány klasické ukazatele, bude tento nový koncept cenným poznatkem a představí tak podniku nový pohled pro měření výkonnosti.

V teoretické části jsem se zabývala měřením výkonnosti v podniku. V první fázi jsem shrnula klasická měřítka výkonnosti, která jsou v současné době nejvyužívanějším způsobem pro měření výkonnosti v podnicích. V kontrastu klasických ukazatelů jsem představila i moderní měřítka výkonnosti. Charakterizovala jsem ty nejdůležitější a popsala jejich výhody i nevýhody. V této části jsem se zaměřila na ukazatel ekonomická přidaná hodnota. Vysvětlila jsem postup výpočtu ekonomického a také účetního modelu EVA a ukázala jejich přednosti a nedostatky. Představila jsem i všechny možnosti využití ekonomického modelu EVA v praxi. V poslední části jsem se věnovala implementaci konceptu EVA do podniku, ve které jsem objasnila možnosti zavedení konceptu EVA do firmy dle různých autorů, z nichž jsem jeden využila v praktické části.

V praktické části jsem stručně představila společnost Moravské naftové doly, a.s. a její dceřiné společnosti. Provedla jsem hodnocení výkonnosti na základě nynějšího systému hodnocení pomocí klasických ukazatelů a tím jsem zjistila informace o stávající situaci podniku. Následně jsem provedla benchmarking s jednou z mála konkurenčních společností Česká rafinérská, a.s. a ověřila jsem si velmi silné postavení Moravských naftových dolů, a.s. v odvětví těžby ropy a zemního plynu, které je na území České republiky téměř bezkonkurenční. Na základě provedené analýzy jsem zjistila, že firma zaznamenala v roce 2008 významné snížení tržeb, což bylo způsobeno jednak převodem větší části podniku na dceřiné společnosti, ale také i finanční krizí, která způsobila pokles ceny ropy ze 144 dolarů na 40 dolarů za barel. Další rezervy má společnost v době obratu pohledávek, která vykazuje vysoké hodnoty a také v obratovosti aktiv má co zlepšovat. Ovšem se týče zadluženosti, tak firma je na velmi nízké úrovni a má také oproti konkurenci vysokou rentabilitu a dostatečnou likviditu. Aby si firma zajistila finanční stabilitu do budoucna, měla by snížit náklady na vlastní kapitál, který je mnohem dražší než cizí. Dále by se měla zaměřit na zvyšování tržeb za služby, jelikož výroby neprodukuje a jejím hlavním předmětem činnosti je nyní poskytování poradenské činnosti, kterou by měla rozvinout i v zahraničí.

V další části jsem se věnovala podrobnému propočtu ekonomického modelu moderního ukazatel EVA a ukázala tak rozdílné výsledky klasických ukazatelů a konceptu EVA. V prvních třech

zkoumaných letech firma tvořila hodnotu pro vlastníka, ovšem ta v průběhu let neustále klesala, až v roce 2008 dosáhla záporných hodnot. Tímto srovnáním jsem poukázala na to, že i přes velmi pozitivní výsledky z klasických ukazatelů v podniku klesala tvorba hodnoty pro vlastníka každým rokem. Součástí konceptu EVA je i pyramidový rozklad, ve kterém jsem hledala faktory, jež ovlivnily výkonnost podniku nejvíce a měly podstatný vliv na tvorbu hodnoty pro vlastníka.

V poslední části jsem navrhla implementaci konceptu EVA do společnosti Moravské naftové doly, a.s. V rámci mé simulace jsem nastínila postupy měření hodnoty, manažerské procesy, vytvořila jsem návrh bonusového systému pro manažery a zaměstnance ve firmě a také popsala postup školení implementačního týmu, manažerů a ostatních zaměstnanců společnosti. Následně jsem vypočítala předpokládané náklady na implementaci a celkový čas trvání implementačního procesu. Závěrem jsem odhadla přínosy a také rizika přinášející firmě koncept EVA.

Věřím, že má diplomová práce bude podniku užitečná, přinese mu cenné informace o moderním hodnotovém způsobu řízení na základě ukazatele EVA a do budoucna mu pomůže ke zlepšení jeho výkonnosti.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

- [1] DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 2. upr. vyd. Praha : Ekopress, 2008. 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6.
- [2] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha : C. H. Becka, 1999. 304 s. ISBN 80-7179-227-6.
- [3] LANDA, Martin. *Jak číst finanční výkazy*. 1. vyd. Brno : Computer Press, 2008. 176 s. ISBN 978-80-251-1994-5.
- [4] MAŘÍK, Miloš, MAŘÍKOVÁ, Pavla. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. vyd. Praha : Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
- [5] NEUMAIEROVÁ, Inka, NEUMAIER, Ivan. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha : GRADA Publishing, 2002. 216 s. ISBN 80-247-0125-1.
- [6] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Podnikové finance : Studijní pomůcka pro distanční studium*. Zlín : Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2007. 293 s. ISBN 978-80-7318-593-0.
- [7] PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha : Linde nakladatelství s.r.o., 2005. 293 s. ISBN 80-86131-63-7.
- [8] RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza : metody, ukazatele, využití v praxi*. 2. aktualiz. vyd. Praha : GRADA Publishing, 2008. 120 s. ISBN 978-80-247-2481-2.
- [9] SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. 1. vyd. Brno : Computer Press, 2007. 154 s. ISBN 978-80-251-1830-6.
- [10] SEDLÁČEK, Jaroslav. *Účetní data v rukou manažera - finanční analýza v řízení firmy*. 2. dopl. vyd. Praha : Computer Press, 2001. 220 s. ISBN 80-7226-562-8.
- [11] SINGER, J. A., MILLAR, D. L. *Value-Based Management Done Right: The EVA Implementation at Harsco*. [on-line]. EVALUATION April 2003. Dostupný z WWW: <http://www.sternstewart.com/research/200304_Value-based%20Management%20Done%20Right-The%20EVA%20Implementation%20at%20Harsco.pdf>. [cit. 2010-02-22]
- [12] ŠULÁK, Milan, VACÍK, Emil. *Měření výkonnosti firem*. 1. brožované vyd. Plzeň : Západočeská univerzita v Plzni, 2004. 138 s. ISBN 80-7043-258-6.

[13] YOUNG, S. David, O'BYRNE, Stephen F. *EVA and Value-Based Management: A practical guid to implementation*. New York : McGraw-Hill, 2001. 493 s. ISBN 0-07-136439-0.

Webové stránky:

[14] *Česká národní banka* [online]. [cit. 2009]. Dostupný z WWW: <<http://www.cnb.cz/>>

[15] *Česká rafinérská, a.s.* [online]. [cit. 2009]. Dostupný z WWW: <<http://www.crc.cz/>>

[16] *Damodaran* [online]. [cit. 2010]. Dostupný z WWW: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>

[17] *Finance.cz* [online]. [cit. 2009]. Dostupný z WWW: <<http://www.finance.cz/>>

[18] *Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR* [online]. [cit. 2009]. Dostupný z WWW: <<http://www.mpo.cz/>>

[19] *Ministerstvo spravedlnosti ČR* [online]. [cit. 2010]. Dostupný z WWW: <<http://www.justice.cz/>>

[20] *MND, a.s.* [online]. [cit. 2009]. Dostupný z WWW: <<http://www.mnd.cz/>>

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

A	Aktiva.
BCF	Brutto Cash Flow
BSC	Balanced Scorecard.
BÚ	Bankovní úvěry.
C	Celkový kapitál.
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv.
CF	Peněžní tok.
CFROI	Provozní návratnost investice.
CK	Cizí kapitál.
CROGA	Cash return on Gross Assets.
ČPK	Čistý pracovní kapitál.
ČZ	Čistý zisk.
d	Daňová sazba z příjmů právnických osob
DCF	Diskontované cash flow.
DFM	Dlouhodobý finanční majetek.
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.
FCF	Volné cash flow.
GA	Hrubá aktiva.
H	Hodnota podniku.
I	Investice.
i	Úroková sazba.
KFM	Krátkodobý finanční majetek.
MND	Moravské naftové doly.
MPO ČR	Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky.

MVA	Tržní přidaná hodnota.
NA	Neodepisovaná aktiva.
N _{CK}	Náklady na cizí kapitál.
NOA	Čistá operativní aktiva.
NOPAT	Čistý provozní zisk po zdanění.
NPV	Čistá současná hodnota.
NÚ	Nákladové úroky.
N _{VK}	Náklady na vlastní kapitál.
O	Dluhopisy.
OA	Oběžná aktiva.
OATCF	Provozní Cash Flow po zdanění.
PV	Současná hodnota.
r _e	Alternativní náklady vlastního kapitálu.
r _f	Bezriziková úroková míra.
r _{FinStab}	Riziková přírážka za finanční stabilitu.
r _{finstr}	Riziková přírážka za finanční strukturu.
r _{LA}	Riziková přírážka za nižší likvidnost akcie.
r _m	Průměrná výnosnost kapitálového trhu.
ROA	Rentabilita aktiv.
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu.
ROI	Rentabilita investovaného kapitálu.
RONA	Rentabilita čistých operativních aktiv.
r _{podnikatelské}	Riziková přírážka za podnikatelské riziko.
SVA	Přidaná hodnota pro akcionáře.
SWOT	Analýza silných a slabých stránek, příležitostí a hrozeb.
T	Tržby.
TSR	Celkové bohatství akcionářů.
UZ	Úplatné zdroje.
V	Výnosy.
VBM	Value Based Management.
VH	Výsledek hospodaření.
VK	Vlastní kapitál.
WACC	Průměrné náklady kapitálu.

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obr. 1. Členění elementárních metod	21
Obr. 2. Manažerský a vlastnický pohled na ČPK	23
Obr. 3. DuPont diagram	26
Obr. 4. Pyramidový rozklad INFA	28
Obr. 5. Perspektivy podniku dle Balanced Scorecard	35
Obr. 6. Graf - Tradiční bonusový systém	46
Obr. 7. Akcionáři a dceřiné společnosti Moravských naftových dolů, a.s.	54
Obr. 8. Graf- Vývoj výsledků hospodaření u podniku Moravské naftové doly, a.s.	62
Obr. 9. Graf - Vývoj rentability u podniku Moravské naftové doly, a.s.	62
Obr. 10. Graf - Spider analýza pro rok 2008	64
Obr. 11. Graf - Vývoj EVA podniku MND, a. s.	76
Obr. 12. Graf - Vývoj EVA podniku MND, a. s. – účetní model	77

SEZNAM TABULEK

Tab. 1. Vývoj ukazatelů finanční analýzy.....	12
Tab. 2. Vývoj struktury zaměstnanců v letech 2005-2008.....	55
Tab. 3. Vývoj struktury pracovníků v letech 2005-2008	58
Tab. 4. Spider analýza pro rok 2008	64
Tab. 5. Leasingové splátky	66
Tab. 6. Vyloučení KFM	67
Tab. 7. Vyloučení nedokončených investic.....	68
Tab. 8. Neúročený cizí kapitál podniku MND, a. s.	68
Tab. 9. Vymezení NOA podniku MND, a. s.	69
Tab. 10. Vymezení C podniku MND, a. s.	69
Tab. 11. Vymezení NOPAT	70
Tab. 12. Náklady na bankovní úvěry – 1. alternativa	70
Tab. 13. Náklady na bankovní úvěry – 2. alternativa	70
Tab. 14. Náklady na bankovní úvěry – 3. alternativa	71
Tab. 15. Náklady na bankovní úvěr	71
Tab. 16. Náklady na leasing	71
Tab. 17. Průměrné náklady dluhu	72
Tab. 18. Výpočet N_{VK} dle CAPM	72
Tab. 19. Odvození N_{VK} z N_{CK}	73
Tab. 20. Stavebnicový model	74
Tab. 21. Přehled nákladů na vlastní kapitál	74
Tab. 22. Výpočet WACC	75
Tab. 23. Výpočet EVA dle ekonomického modelu	75
Tab. 24. EVA dle účetního modelu	76

Tab. 25. Kalkulace bonusového systému EVA v letech 2005 – 2008	87
Tab. 26. Přehled počtu hodin v rámci školení zaměstnanců	89
Tab. 27. Implementační plán konceptu EVA v časovém vyjádření	90
Tab. 28. Počet hodin jednotlivých činností při implementaci EVA do podniku	91

SEZNAM PŘÍLOH

PI Rozvaha a výkaz zisků a ztrát.

PII Hodnocení výkonnosti společnosti Moravské naftové doly, a.s. na základě klasických ukazatelů.

PŘÍLOHA PI: ROZVAHA A VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT

AKTIVA	Řádek	2008	2007	2006	2005
AKTIVA CELKEM	001	8 200 601	9 173 045	8 745 391	7 819 620
Pohledávky za upsaný základní kapitál	002				
Dlouhodobý majetek	003	8 019 187	5 107 464	4 486 698	4 134 051
Dlouhodobý nehmotný majetek	004		86 120	23 283	23 273
Zřizovací výdaje	005				
Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	006				
Software	007		16 485	22 896	22 010
Ocenitelná práva	008		69 833	387	285
Goodwill (+/-)	009				
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	010				
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	011				978
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	012				
Dlouhodobý hmotný majetek	013	52	3 560 153	3 548 696	3 249 822
Pozemky	014	52	22 472	23 455	23 524
Stavby	015		2 645 696	2 553 913	2 412 429
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	016		860 700	944 284	730 527
Pěstitelské celky trvalých porostů	017				
Základní stádo a tažná zvířata	018				
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	019		5 756	5 756	1 390
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	020		25 529	21 288	44 028
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	021				37 924
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku (+/-)	022				
Dlouhodobý finanční majetek	023	8 019 135	1 461 193	914 719	860 956
Podíly v ovládaných a řízených osobách	024	7 366 525	640 251	261 909	860 756
Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	025	652 610	652 610	652 610	
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	026		200	200	200
Půjčky a úvěry ovl.a říz. osobám a úč. jednotkám pod podstatným vlivem	027		168 132		
Jiný dlouhodobý finanční majetek	028				
Požizovaný dlouhodobý finanční majetek	029				
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	030				
Oběžná aktiva	031	181 044	4 053 558	4 230 211	3 671 729
Zásoby	032	16	157 075	97 738	97 691
Materiál	033	4	142 194	82 599	77 172
Nedokončená výroba a polotovary	034		258	218	4 797
Výrobky	035		13 803	14 212	9 543
Zvířata	036				
Zboží	037				1 228
Poskytnuté zálohy na zásoby	038	12	820	709	4 951
Dlouhodobé pohledávky	039	0	7 238	67 326	6 767
Pohledávky z obchodních vztahů	040		824	920	1 380
Pohledávky za ovl. a řízenými osobami	041				
Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem	042				
Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	043				
Dlouhodobé poskytnuté zálohy	044		5 292	65 255	4 177
Dohadné účty aktivní	045				
Jiné pohledávky	046		1 122	1 151	1 210
Odložená daňová pohledávka	047				
Krátkodobé pohledávky	048	161 005	3 707 357	1 994 337	3 439 585

Pohledávky z obchodních vztahů	049	597	496 177	292 679	394 306
Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	050	143 346			
Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem	051				
Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	052		11 832	28	51 457
Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	053				
Stát - daňové pohledávky	054	16 358	265 644	19 107	346
Ostatní poskytnuté zálohy	055	400	63 053	151 929	18 469
Dohadné účty aktivní	056		22 633	5 282	1 946
Jiné pohledávky	057	304	2 848 018	1 525 312	2 973 061
Finanční majetek	058	20 023	181 888	2 070 810	127 686
Peníze	059	23	564	556	440
Účty v bankách	060	20 000	106 324	1 022 265	76 956
Krátkodobé cenné papíry a podíly	061		75 000	1 047 989	50 290
Požizovaný krátkodobý finanční majetek	062				
Časové rozlišení	063	370	12 023	28 482	13 840
Náklady příštích období	064	369	10 512	10 358	12 108
Komplexní náklady příštích období	065		1 435	1 706	1 468
Příjmy příštích období	066	1	76	16 418	264

PASIVA	Řádek	2008	2007	2006	2005
PASIVA CELKEM	066	8 200 601	9 173 045	8 745 391	7 819 620
Vlastní kapitál	067	8 193 168	7 870 176	6 798 924	5 723 508
Základní kapitál	068	806 825	806 825	806 825	806 825
Základní kapitál	069	806 825	806 825	806 825	806 825
Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly	070				
Změny základního kapitálu	071				
Kapitálové fondy	072	80	-11 734	80	80
Emisní ážio	073				
Ostatní kapitálové fondy	074	80	80	80	80
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	075		-11 814		
Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	076				
Rezervní fond, nedělitel.fond, ostatní fondy ze zisku	077	161 365	163 459	163 602	163 378
Zákonný rezervní fond / Nedělitelný fond	078	161 365	161 365	161 365	161 365
Statutární a ostatní fondy	079		2 094	2 237	2 013
Výsledek hospodaření minulých let	080	6 891 226	5 806 117	4 231 225	2 739 309
Nerozdělný zisk minulých let	081		5 806 117	4 231 225	2 739 309
Neuhrazená ztráta minulých let	082				
Výsledek hospodaření běžného účetního období	083	333 672	1 105 509	1 597 192	2 013 916
Cizí zdroje	084	7 433	1 297 192	1 940 003	2 092 546
Rezervy	085	0	651 528	617 765	915 944
Rezervy podle zvláštních právních předpisů	086		118 396	133 740	137 571
Rezervy na důchody a podobné závazky	087				
Rezervy na daň z příjmů	088				420 804
Ostatní rezervy	089		533 132	484 025	357 569
Dlouhodobé závazky	090	0	32 864	46 639	45 668
Závazky z obchodních vztahů	091		1 917	3 157	
Závazky k ovládaným a řízeným osobám	092				
Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	093				
Závazky ke společníkům, členům družstva, a k účastníkům sdružení	094				

Dlouhodobé přijaté zálohy	095		51	205	191
Vydané dluhopisy	096				
Dlouhodobé směnky k úhradě	097				
Dohadné účty pasivní	098				
Jiné závazky	099				
Odložený daňový závazek	100		30 896	43 277	45 477
Krátkodobé závazky	101	7 433	460 000	878 349	556 774
Závazky z obchodních vztahů	102	3 800	267 036	256 958	257 588
Závazky k ovládaným a řízeným osobám	103		46 785	20 089	94 772
Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	104				
Závazky ke společníkům, členům družstva, a k účastníkům sdružení	105			500 272	
Závazky k zaměstnancům	106	442	30 351	27 188	25 493
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	107	63	4 384	3 737	3 684
Stát - daňové závazky a dotace	108	87	28 377	44 579	76 192
Krátkodobé přijaté zálohy	109		2 709	2 550	100
Vydané dluhopisy	110				
Dohadné účty pasivní	111	378	62 474	19 635	94 601
Jiné závazky	112	2 663	17 884	3 341	4 344
Bankovní úvěry a výpomoci	113	0	152 800	397 250	574 160
Bankovní úvěry dlouhodobé	114			152 800	338 480
Krátkodobé bankovní úvěry	115		152 800	244 450	235 680
Krátkodobé finanční výpomoci	116				
Časové rozlišení	117	0	5 677	6 464	3 566
Výdaje příštích období	118		4 352	6 113	3 566
Výnosy příštích období	119		1 325	351	

Označ.	VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT	Řádek	2008	2007	2006	2005
I.	Tržby za prodej zboží	1	116	52714	1789	403
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	2	114	51 938	1 739	351
+	Obchodní marže	3	2	776	50	52
II.	Výkony	4	974 029	3 614 861	3 827 268	3 607 306
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	5	801 658	3 266 853	3 504 050	3 426 154
II.2.	Změna stavu zásob vlastní výroby	6	8 433	-369	90	5 652
II.3.	Aktivace	7	163 938	348 377	323 128	175 500
B.	Výkonová spotřeba	8	374 509	1 468 663	1 013 423	1 054 704
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	9	83 606	217 618	166 582	137 506
B.2.	Služby	10	290 903	1 251 045	846 841	917 198
+	Přidaná hodnota	11	599 522	2 146 974	2 813 895	2 552 654
C.	Osobní náklady	12	46 422	200 451	186 835	165 139
C.1.	Mzdové náklady	13	28 639	140 017	133 099	113 712
C.2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	14	6 192	7 416	2 970	3 098
C.3.	Náklady na socál. Zabezpečení a zdr. pojištění	15	10 881	48 644	45 997	39 159
C.4.	Sociální náklady	16	710	4 374	4 769	9 170
D.	Daně a poplatky	17	22 423	187 378	160 628	215 769
E.	Odpisy DNM a DHM	18	146 852	376 402	309 328	277 214
III.	Tržby z prodeje DM a materiálu	19	1 377	22 281	13 624	979 468
III.1.	Tržby z prodeje DM	20	442	15 596	11 901	6 444
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	21	935	6 685	1 723	973 024
F.	ZC prodaného DM a materiálu	22	1 443	10 227	8 870	59 084
F.1.	ZC prodaného DM a materiálu	23	555	3 616	7 496	4 435
F.2.	Prodaný materiál	24	888	6 611	1 374	54 649

G.	Změna stavu rezerv a opr. pol. v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období (-)	25	26 160	34 448	120 187	129 090
IV.	Ostatní provozní výnosy	26	3 287	17 595	14 519	16 714
H.	Ostatní provozní náklady	27	16 081	29 392	43 046	33 345
V.	Převod provozních výnosů	28				
I.	Převod provozních nákladů	29				
*	Provozní HV	30	344 805	1 348 552	2 013 144	2 669 195
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	31			1 000	
J.	Prodané cenné papíry a podíly	32			1 000	
VII.	Výnosy z DFM	33	23 114	20 292	0	
VII.1.	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v ÚJ pod podst. vlivem	34	23 114	20 292		
VII.2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých cenných papírů a podílů	35				
VII.3.	Výnosy z ostatního DFM	36				
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	37				
K.	Náklady z finančního majetku	38				
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	39				
L.	Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	40				
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti (+/-)	41				
X.	Výnosové úroky	42	22 252	100 207	119 233	63 319
N.	Nákladové úroky	43	1 775	9 255	15 555	23 028
XI.	Ostatní finanční výnosy	44	3 825	13 242	6 546	21 556
O.	Ostatní finanční náklady	45	19 786	26 793	17 410	8 495
XII.	Převod finančních výnosů	46				
P.	Převod finančních nákladů	47				
*	Finanční výsledek hospodaření	48	27 630	97 693	92 814	53 352
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	49	38 763	340 736	508 766	708 631
Q.1.	- splatná	50	72 800	349 976	510 966	723 646
Q.2.	- odložená	51	-34 037	-9 240	-2 200	-15 015
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	52	333 672	1 105 509	1 597 192	2 013 916
XIII.	Mimořádné výnosy	53				
R.	Mimořádné náklady	54				
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	55				
S.1.	- splatná	56				
S.2.	- odložená	57				
*	Mimořádný výsledek hospodaření	58				
W.	Převod podílu na výsledku hospodaření	59				
***	Výsledek hospodaření za účetní období (+/-)	60	333 672	1 105 509	1 597 192	2 013 916

PŘÍLOHA P II: HODNOCENÍ VÝKONNOSTI SPOLEČNOSTI MORAVSKÉ NAFTOVÉ DOLY, A.S. NA ZÁKLADĚ KLASICKÝCH UKAZATELŮ

Absolutní ukazatele

Analýza rozvahy

Vzhledem již k výše zmíněnému vkladu části podniku do dceřiných společností MND a.s. a MND Gas Storage a.s., došlo jak v majetkové, finanční struktuře k zásadním změnám. Do roku 2007 byl poměr DM a OA téměř vyrovnaný, ovšem v roce 2008 DM tvořil 98 % z celkových aktiv a to především díky zvýšení podílu v ovládaných a řízených osobách o 82 % oproti předchozímu roku. V roce 2007 došlo k významnému zvýšení DNM z důvodu navýšení položky Ocenitelných práv, ovšem v roce 2008 došlo k přechodu DNM na dceřiné společnosti. Totéž se událo i v oblasti oběžných aktiv, kde zůstala jen část nesplacených pohledávek a krátkodobý finanční majetek. V předchozích letech byla největší položkou oběžného majetku krátkodobé pohledávky, což znamená, že firma měla velké množství nesplacených pohledávek od odběratelů. V roce 2006 vidíme snížení krátkodobých pohledávek téměř o polovinu a zvýšení krátkodobého finančního majetku, což dokládá, že část pohledávek byla odběrateli splacena. Ovšem naopak v roce 2006 došlo k navýšení dlouhodobých pohledávek a to o 895 %, což by pro firmu mohlo znamenat, že by neměla dostatek peněžních prostředků na splacení svých závazků. Další rok se situace obrátila a došlo k rapidnímu snížení dlouhodobých pohledávek, ale k nárůstu krátkodobých pohledávek a k vysoké ztrátě krátkodobých finančních prostředků, které byly zřejmě použity na částečné splacení závazků firmy.

Z hlediska finanční struktury je zřejmé, že vlastní kapitál se absolutně zvyšuje, což znamená, že firma je trvale zisková a v roce 2008 dosahuje tato položka 100 % z celkových pasiv. Společnost více využívá vlastních zdrojů na úkor zdrojů cizích, které od roku 2005 neustále klesaly až na dnešní hodnotu 7 433 tis. Kč, z čehož vyplývá jednak, že firma používá konzervativní strategii financování a také především díky přechodu cizího kapitálu na dceřiné společnosti v roce 2008. Rok 2007 přinesl rapidní pokles kapitálových fondů způsobený čerpáním z těchto fondů z důvodu přecenění kapitálových derivátů, kdežto v roce 2008 se dostal zpět na svou standardní hodnotu 80 tis. Kč. Výsledek hospodaření běžného období v každém roce klesal a v roce 2008 byl tento pokles nejvyšší, jelikož došlo k přechodu hlavní průzkumně-těžební činnosti na dceřinou společnost MND a.s. V cizích zdrojích došlo v roce 2006 ke snížení rezerv a to především z důvodu nevytvoření rezervy na daň z příjmu, která bych v roce 2005 ve výši 420 804 Kč. Co se týče závazků, které firma má jednak vůči svým dodavatelům tak vůči bance, v roce 2007 došlo k rapidnímu poklesu, což znamená, že

společnost splácí své závazky. MND, a.s. upřednostňuje krátkodobé financování před dlouhodobým. Rok 2008 přinesl pokles položky cizích zdrojů o tisíce procent opět způsobeno přechodem na dceřině společnosti, vyjma položky krátkodobých závazků, která zůstala ve výši 7 433 tis. Kč.

Konkurenční společnost Česká rafinérská, a.s. má po dané analyzované roky stabilní podíl DM a OA na celkových aktivech a VK a CZ na celkových pasivech. V rámci odvětví je majetková situace naprosto v pořádku, jelikož společnost vlastní především dlouhodobý majetek ve formě strojů, přístrojů a staveb. Z finanční struktury můžeme zjistit, že firma stejně jako Moravské naftové doly dává přednost konzervativnímu financování majetku před agresivním.

V majetkové části rozvahy došlo k častým změnám v položce DNM, krátkodobého finančního majetku a časového rozlišení. V roce 2006 byl přírůstek u položky DNM o 128 % způsoben růstem položky jiného dlouhodobého majetku v podobě emisních povolenek, které stát přidělil společnosti v množství 2 200 494 ks. V roce 2007 bylo přiděleno pouze 1 100 247 ks a tím je způsoben pokles DNM o 55 %. V tomto roce došlo také k významnému poklesu OA o 20 %, což bylo způsobeno jednak poklesem předplateb zpracovatelských poplatků od zpracovatelů a také došlo k poklesu krátkodobých bankovních směnek držených do splatnosti na hodnotu 207 100 tis. Kč. Rok 2007 přinesl i významnou změnu v položce časového rozlišení, což bylo způsobeno zvýšením položky příjmů příštích období zahrnující především dohadnou položku na finální fakturu za přepracovací poplatek.

Ve finanční struktuře společnosti Česká rafinérská došlo k několika významným změnám. Pouze v roce 2005 firma využila možnosti bankovního úvěru v podobě kontokorentu na běžném účtu. Rok 2006 přinesl zvýšení dlouhodobých závazků o 111%, jelikož společnosti si vzala půjčku od spřízněné osoby na modernizaci výrobního zařízení. V roce 2007 dosáhla společnost nejvyššího zisku, jelikož došlo k významnému zvýšení obrátu firmy, naopak rok 2008 díky finanční krizi a především náhlému poklesu ceny ropy, došlo k poklesu zisku o 20 %. V tomto roce také firma navýšila rezervy, které jsou nad zákonný rámec na opravu DHM.

Tab. 1. Vertikální analýza rozvahy u podniku Moravské naftové doly, a.s. [vlastní]

(v tis. Kč)	2005		2006		2007		2008	
AKTIVA CELKEM	7819620	100%	8745391	100%	9173045	100%	8200601	100%
<i>Dlouhodobý majetek</i>	<i>4134051</i>	<i>53%</i>	<i>4486698</i>	<i>51%</i>	<i>5107464</i>	<i>56%</i>	<i>8019187</i>	<i>98%</i>
DNM	23273	0%	23283	0%	86118	1%	0	0%
DHM	3249822	42%	3548696	41%	3560153	39%	52	0%
DFM	860956	11%	914719	10%	1461193	16%	8 019 135	98%
<i>Oběžná aktiva</i>	<i>3671729</i>	<i>47%</i>	<i>4230211</i>	<i>48%</i>	<i>4053558</i>	<i>44%</i>	<i>181 044</i>	<i>2%</i>
Zásoby	97691	1%	97738	1%	157075	2%	16	0%

Dlouhodobé pohledávky	6767	0%	67326	1%	7238	0%	0	0%
Krátkodobé pohledávky	3439585	44%	1994337	23%	3707357	40%	161 005	2%
Krátkodobý finanční majetek	127686	2%	2070810	24%	181888	2%	20023	0%
<i>Časové rozlišení</i>	<i>13840</i>	<i>0%</i>	<i>28482</i>	<i>0%</i>	<i>12023</i>	<i>0%</i>	<i>370</i>	<i>0%</i>
PASIVA CELKEM	7819620	100%	8745391	100%	9173045	100%	8200601	100%
<i>Vlastní kapitál</i>	<i>5723508</i>	<i>73%</i>	<i>6798924</i>	<i>78%</i>	<i>7870176</i>	<i>86%</i>	<i>8 193 168</i>	<i>100%</i>
Základní kapitál	806825	10%	806825	9%	806825	9%	806 825	10%
Kapitálové fondy	80	0%	80	0%	-11734	0%	80	0%
Rezervní fondy a...	163378	2%	163602	2%	163459	2%	161 365	2%
VH minulých let	2739309	35%	4231223	48%	5806117	63%	6 891 226	84%
VH běžného úč. Období	2013918	26%	1597192	18%	1105509	12%	333 672	4%
<i>Cizí zdroje</i>	<i>2092546</i>	<i>27%</i>	<i>1940003</i>	<i>22%</i>	<i>1297192</i>	<i>14%</i>	<i>7 433</i>	<i>0%</i>
Rezervy	915944	12%	617765	7%	651528	7%	0	0%
Dlouhodobé závazky	45668	1%	46639	1%	32864	0%	0	0%
Krátkodobé závazky	556774	7%	878349	10%	460000	5%	7 433	0%
Bankovní úvěry a výpomoci	574160	7%	397250	5%	152800	2%	0	0%
- BÚ a fin. výp. Krátkodobé	235680	3%	244450	3%	152000	2%	0	0%
- BÚ dlouhodobé	338480	4%	152800	2%	0	0%	0	0%
<i>Časové rozlišení</i>	<i>3566</i>	<i>0%</i>	<i>6464</i>	<i>0%</i>	<i>5677</i>	<i>0%</i>	<i>0</i>	<i>0%</i>

Tab. 2. Horizontální analýza rozvahy Moravské naftové doly, a.s. [vlastní]

(v tis. Kč)	2005	2006	06/05	2006	2007	07/06	2007	2008	08/07
AKTIVA CELKEM	7819620	8745391	12%	8745391	9173045	5%	9173045	8200601	-12%
<i>Dlouhodobý majetek</i>	<i>4134051</i>	<i>4486698</i>	<i>9%</i>	<i>4486698</i>	<i>5107464</i>	<i>14%</i>	<i>5107464</i>	<i>8019187</i>	<i>36%</i>
DNM	23273	23283	0%	23283	86118	270%	86118	0	-100%
DHM	3249822	3548696	9%	3548696	3560153	0%	3560153	52	-6846348%
DFM	860956	914719	6%	914719	1461193	60%	1461193	8 019 135	82%
<i>Oběžná aktiva</i>	<i>3671729</i>	<i>4230211</i>	<i>15%</i>	<i>4230211</i>	<i>4053558</i>	<i>-4%</i>	<i>4053558</i>	<i>181 044</i>	<i>-2139%</i>
Zásoby	97691	97738	0%	97738	157075	61%	157075	16	-981619%
Dlouhodobé pohledávky	6767	67326	895%	67326	7238	-89%	7238	0	-100%
Krátkodobé pohledávky	3469585	1994337	-43%	1994337	3707357	86%	3707357	161 005	-2203%
Krátkodobý finanční majetek	127686	2070810	1522%	2070810	181888	-91%	181888	20023	-808%
<i>Časové rozlišení</i>	<i>13840</i>	<i>28482</i>	<i>106%</i>	<i>28482</i>	<i>12023</i>	<i>-58%</i>	<i>12023</i>	<i>370</i>	<i>-3149%</i>
PASIVA CELKEM	7819620	8745391	12%	8745391	9173045	5%	9173045	8200601	-12%
<i>Vlastní kapitál</i>	<i>5723508</i>	<i>6798924</i>	<i>19%</i>	<i>6798924</i>	<i>7870176</i>	<i>16%</i>	<i>7870176</i>	<i>8 193 168</i>	<i>4%</i>
Základní kapitál	806825	806825	0%	806825	806825	0%	806825	806 825	0%
Kapitálové fondy	80	80	0%	80	-11734	-14768%	-11734	80	14768%
Rezervní fondy a...	163378	163602	0%	163602	163459	0%	163459	161 365	-1%
VH minulých let	2739309	4231223	54%	4231223	5806117	37%	5806117	6 891 226	16%
VH běžného úč. Období	2013918	1597192	-21%	1597192	1105509	-31%	1105509	333 672	-231%
<i>Cizí zdroje</i>	<i>2092546</i>	<i>1940003</i>	<i>-7%</i>	<i>1940003</i>	<i>1297192</i>	<i>-33%</i>	<i>1297192</i>	<i>7 433</i>	<i>-17352%</i>
Rezervy	915944	617765	-33%	617765	651528	5%	651528	0	-100%
Dlouhodobé závazky	45668	46639	2%	46639	32864	-30%	32864	0	-100%
Krátkodobé závazky	556774	878349	58%	878349	460000	-48%	460000	7 433	-6089%
Bankovní úvěry a výpomoci	574160	397250	-31%	397250	152800	-62%	152800	0	-100%
- BÚ a fin. výp. Krátkodobé	235680	244450	4%	244450	152000	-38%	152000	0	-100%
- BÚ dlouhodobé	338480	152800	-55%	152800	0	-100%	0	0	-100%
<i>Časové rozlišení</i>	<i>3566</i>	<i>6464</i>	<i>81%</i>	<i>6464</i>	<i>5677</i>	<i>-12%</i>	<i>5677</i>	<i>0</i>	<i>0%</i>

Tab. 3. Vertikální analýza rozvahy České rafinérské, a.s. [vlastní]

(v tis. Kč)	2005		2006		2007		2008	
AKTIVA CELKEM	23715983	100%	25392408	100%	24364377	100%	24415471	100%
<i>Dlouhodobý majetek</i>	15108891	64%	15935108	63%	16170384	66%	15987896	65%
DNM	230546	1%	524971	2%	238572	1%	227206	1%
DHM	14224255	60%	14756047	58%	15277722	63%	15106600	62%
DFM	654090	3%	654090	3%	654090	3%	654090	3%
<i>Oběžná aktiva</i>	8289613	35%	9227989	36%	7347258	30%	7656180	31%
Zásoby	1119832	5%	1126061	4%	1191531	5%	1176538	5%
Dlouhodobé pohledávky	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Krátkodobé pohledávky	5631350	24%	5855436	23%	5934862	24%	5288272	22%
Krátkodobý finanční majetek	1538431	6%	2246492	9%	220865	1%	1191370	5%
<i>Časové rozlišení</i>	317479	1%	229311	1%	846735	3%	771395	3%
PASIVA CELKEM	23715983	100%	25392408	100%	24364377	100%	24415471	100%
<i>Vlastní kapitál</i>	16753496	71%	16777184	66%	17030564	70%	16971486	70%
Základní kapitál	9348240	39%	9348240	37%	9348240	38%	9348240	38%
Kapitálové fondy	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Rezervní fondy a...	463456	2%	476306	2%	489698	2%	509041	2%
VH minulých let	6684802	28%	6684802	26%	6805762	28%	6805762	28%
VH běžného úč. Období	256998	1%	267836	1%	386864	2%	308439	1%
<i>Cizí zdroje</i>	6962487	29%	8615224	34%	7333813	30%	7443985	30%
Rezervy	436284	2%	520683	2%	413246	2%	671864	3%
Dlouhodobé závazky	267655	1%	565356	2%	562651	2%	601373	2%
Krátkodobé závazky	6238851	26%	7529230	30%	6357916	26%	6170748	25%
Bankovní úvěry a výpomoci	19697	0%	0	0%	0	0%	0	0%
- BÚ a fin. výp. Krátkodobé	19697	0%	0	0%	0	0%	0	0%
- BÚ dlouhodobé	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
<i>Časové rozlišení</i>	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%

Tab. 4. Horizontální analýza rozvahy České rafinérské, a.s. [vlastní]

(v tis. Kč)	2005	2006	06/05	2006	2007	07/06	2007	2008	08/07
AKTIVA CELKEM	23715983	25392408	7%	25392408	24364377	-4%	24364377	24415471	0%
<i>Dlouhodobý majetek</i>	15108891	15935108	5%	15935108	16170384	1%	16170384	15987896	-1%
DNM	230546	524971	128%	524971	238572	-55%	238572	227206	-5%
DHM	14224255	14756047	4%	14756047	15277722	4%	15277722	15106600	-1%
DFM	654090	654090	0%	654090	654090	0%	654090	654090	0%
<i>Oběžná aktiva</i>	8289613	9227989	11%	9227989	7347258	-20%	7347258	7656180	4%
Zásoby	1119832	1126061	1%	1126061	1191531	6%	1191531	1176538	-1%
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0%	0	0	0%	0	0	0%
Krátkodobé pohledávky	5631350	5855436	4%	5855436	5934862	1%	5934862	5288272	-11%
Krátkodobý finanční majetek	1538431	2246492	46%	2246492	220865	-90%	220865	1191370	439%

Časové rozlišení	317479	229311	-28%	229311	846735	269%	846735	771395	-9%
PASIVA CELKEM	23715983	25392408	7%	25392408	24364377	-4%	24364377	24415471	0%
Vlastní kapitál	16753496	16777184	0%	16777184	17030564	2%	17030564	16971486	0%
Základní kapitál	9348240	9348240	0%	9348240	9348240	0%	9348240	9348240	0%
Kapitálové fondy	0	0	0%	0	0	0%	0	0	0%
Rezervní fondy a...	463456	476306	3%	476306	489698	3%	489698	509041	4%
VH minulých let	6684802	6684802	0%	6684802	6805762	2%	6805762	6805762	0%
VH běžného úč. Období	256998	267836	4%	267836	386864	44%	386864	308439	-20%
Cizí zdroje	6962487	8615224	24%	8615224	7333813	-15%	7333813	7443985	2%
Rezervy	436284	520683	19%	520683	413246	-21%	413246	671864	63%
Dlouhodobé závazky	267655	565356	111%	565356	562651	0%	562651	601373	7%
Krátkodobé závazky	6238851	7529230	21%	7529230	6357916	-16%	6357916	6170748	-3%
Bankovní úvěry a výpomoci	19697	0	100%	0	0	0%	0	0	0%
- BÚ a fin. výp. Krátkodobé	19697	0	100%	0	0	0%	0	0	0%
- BÚ dlouhodobé	0	0	0%	0	0	0%	0	0	0%
Časové rozlišení	0	0	0%	0	0	0%	0	0	0%

Analýza nákladů a výnosů

Struktura podílů jednotlivých položek na nákladech a výnosech se za celé 4 roky téměř nezměnila, ovšem vývoj položek v letech se významně změnil.

Tab. 5. Vertikální analýza nákladů a výnosů Moravské naftové doly, a.s. [vlastní]

(v tis. Kč)	2005		2006		2007		2008	
Tržby za prodej zboží	403	0%	1789	0%	52714	1%	116	0%
Výkony	3607306	77%	3827268	96%	3614861	94%	974 029	95%
- Tržby za prodej výrobků a služeb	3428154	73%	3504050	88%	3266853	85%	801 658	78%
- Změna stavu zásob	5652	0%	90	0%	-369	0%	8 433	1%
- Aktivace	175500	4%	323128	8%	348377	9%	163 938	16%
Ostatní výnosy	1081059	23%	154922	4%	173617	5%	53855	5%
VÝNOSY	4688768	100%	3983979	100%	3841192	100%	1 028 000	100%
Náklady na zboží	351	0%	1739	0%	51938	2%	114	0%
Výkonová spotřeba	1054704	39%	1013423	42%	1468663	54%	374 509	57%
Nákladové úroky	23028	1%	15555	1%	9255	0%	1 775	0%
Odpisy DHM a DNM	277214	10%	309328	13%	376402	14%	146 852	22%
Osobní náklady	165139	6%	186835	8%	200451	7%	46 422	7%
Změna stavu rezerv a OP	129090	5%	120187	5%	34448	1%	26 160	4%
Ostatní náklady	1025324	38%	739720	31%	594526	22%	59733	9%
NÁKLADY	2674850	100%	2386787	100%	2735683	100%	655565	100%

Tab. 6. Horizontální analýza nákladů a výnosů Moravské naftové doly, a.s. [vlastní]

(v tis. Kč)	2005	2006	06/05	2006	2007	07/06	2007	2008	08/07
Tržby za prodej zboží	403	1789	344%	1789	52714	2847%	52714	116	-45343%
Výkony	3607306	3827268	6%	3827268	3614861	-6%	3614861	974 029	-271%
- Tržby za prodej výrobků a služeb	3428154	3504050	2%	3504050	3266853	-7%	3266853	801 658	-308%
- Změna stavu zásob	5652	90	-98%	90	-369	-510%	-369	8 433	104%
- Aktivace	175500	323128	84%	323128	348377	8%	348377	163 938	-113%
Ostatní výnosy	1081059	154922	-86%	154922	173617	12%	173617	53855	-222%
VÝNOSY	4688768	3983979	-15%	3983979	3841192	-4%	3841192	1 028 000	-274%
Náklady na zboží	351	1739	395%	1739	51938	2887%	51938	114	-45460%
Výkonová spotřeba	1054704	1013432	-4%	1013432	1468663	45%	1468663	374 509	-292%
Nákladové úroky	23028	15555	-32%	15555	9255	-41%	9255	1 775	-421%
Odpisy DHM a DNM	277214	309328	12%	309328	376402	22%	376402	146 852	-156%
Osobní náklady	165139	186835	13%	186835	200451	7%	200451	46 422	-332%
Změna stavu rezerv a OP	129090	120187	-7%	120187	34448	-71%	34448	26 160	-32%
Ostatní náklady	1025324	739720	-28%	739720	594526	-20%	594526	59733	-895%
NÁKLADY	2674850	2386796	-11%	2386796	2735683	15%	2735683	655565	-317%

Tab. 7. Vertikální analýza nákladů a výnosů České rafinérské, a.s. [vlastní]

(v tis. Kč)	2005		2006		2007		2008	
Tržby za prodej zboží	490102	5%	283494	3%	402128	4%	229333	2%
Výkony	8804223	94%	8973690	84%	8950684	92%	10179879	92%
- Tržby za prodej výrobků a služeb	8802678	94%	8972074	84%	8950684	92%	10179879	92%
- Změna stavu zásob		0%		0%		0%		0%
- Aktivace	1545	0%	1616	0%		0%		0%
Ostatní výnosy	109632	1%	1448640	14%	367498	4%	702741	6%
VÝNOSY	9403957	100%	10705824	100%	9720310	100%	11111953	100%
Náklady na zboží	462621	5%	278952	3%	374189	4%	244047	2%
Výkonová spotřeba	6412681	70%	6772030	65%	6874161	74%	7347794	68%
Nákladové úroky	6481	0%	9695	0%	13568	0%	14235	0%
Odpisy DHM a DNM	1224225	13%	1066051	10%	1091275	12%	1224265	11%
Osobní náklady	465356	5%	496410	5%	540439	6%	545656	5%
Změna stavu rezerv a OP	258149	3%	218417	2%	-32130	0%	196600	2%
Ostatní náklady	317446	3%	1596433	15%	471944	5%	1230917	11%
NÁKLADY	9146959	100%	10437988	100%	9333446	100%	10803514	100%

Tab. 8. Horizontální analýza nákladů a výnosů České rafinérské, a.s. [vlastní]

(v tis. Kč)	2005	2006	06/05	2006	2007	07/06	2007	2008	08/07
Tržby za prodej zboží	490102	283494	-42%	283494	402128	42%	402128	229333	-43%
Výkony	8804223	8973690	2%	8973690	8950684	0%	8950684	10179879	14%
- Tržby za prodej výrobků a služeb	8802678	8972074	2%	8972074	8950684	0%	8950684	10179879	14%
- Změna stavu zásob			0%			0%			0%
- Aktivace	1545	1616	5%	1616		-100%			0%

Ostatní výnosy	109632	1448640	1221%	1448640	367498	-75%	367498	702741	91%
VÝNOSY	9403957	10705824	14%	10705824	9720310	-9%	9720310	11111953	14%
Náklady na zboží	462621	278952	-40%	278952	374189	34%	374189	244047	-35%
Výkonová spotřeba	6412681	6772030	6%	6772030	6874161	2%	6874161	7347794	7%
Nákladové úroky	6481	9695	50%	9695	13568	40%	13568	14235	5%
Odpisy DHM a DNM	1224225	1066051	-13%	1066051	1091275	2%	1091275	1224265	12%
Osobní náklady	465356	496410	7%	496410	540439	9%	540439	545656	1%
Změna stavu rezerv a OP	258149	218417	-15%	218417	-32130	-115%	-32130	196600	-712%
Ostatní náklady	317446	1596433	403%	1596433	471944	-70%	471944	1230917	161%
NÁKLADY	9146959	10437988	14%	10437988	9333446	-11%	9333446	10803514	16%

Z ukazatelů tržeb vyplývá, že firma má největší výnosy z prodeje výrobků a služeb, což představuje ropa a zemní plyn a provozování podzemních zásobníků plynu a skladování plynu. K meziročnímu nárůstu tržeb došlo zejména z důvodu zvyšování ceny za 1 barel ropy, která rostla až do léta roku 2008, kde dosahovala 144 dolarů za barel, ovšem druhá polovina roku způsobila náhlý pokles pod 40 dolarů, což se projevilo v poklesu tržeb. V roce 2007 došlo k významnému poklesu zásob, zřejmě z důvodu potřeby zásob ropy či zemního plynu, které firma skladuje ve svých zásobnících. Celý rok 2008 byl ve znamení poklesu a to především z důvodu přechodu majetku a závazků, resp. tržeb a výnosů na dceřině společnosti. Jedinou výjimkou byla položka změnu stavu zásob a to zejména z důvodu navýšení zásob zemního plynu v zásobnících v Dolních Bojanovicích a Uhřicích.

Z nákladů je největší položkou výkonová spotřeba, která souvisí s výkony podniku. Jak vrůstají tržby za zbožím, tak stejně rostou i náklady na prodané zboží, což bylo v roce 2007 o 2887 %. Jak firma splácí své úročené závazky, klesají každoročně náklady na úroky. V položce změna rezerv a OP došlo v roce 2007 ke snížení z důvodu zúčtování rezerv na likvidaci starých ekologických zátěží a na jejich následnou rekultivaci a sanaci. A stejně jako ve výnosových položkách je viditelný pokles v roce 2008 i u nákladů.

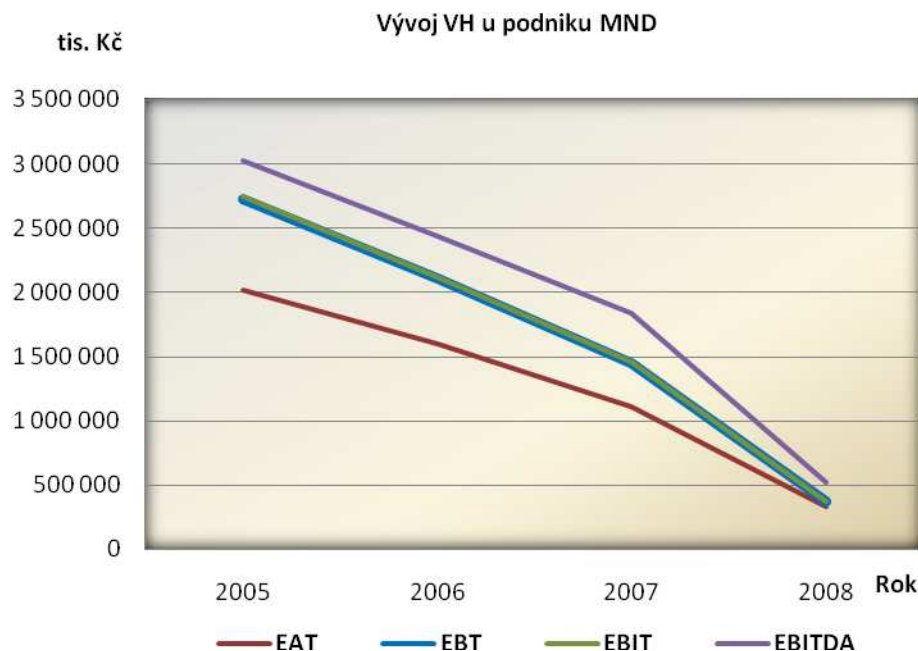
Stejně jako u Moravských naftových dolů je u společnosti Česká rafinérská největší položkou mezi výnosy tržby za prodej výrobků a služeb a mezi náklady výkonová spotřeba. Vzhledem k tomu, že firma je od roku 2003 přepracovací rafinérií, jsou jejich hlavními zákazníky pouze zpracovatelé, od kterých firmy odkoupí zboží, to přepracují a prodají jej odběratelům. Každoroční výkyvy v tržbách za prodej zboží, resp. v nákladech na zboží je způsobeno, bylo způsobeno v různém množství zpracování ropy. V roce 2007 byl růst o 42 % způsoben rekordním zpracováním ropy ve výši 7 650 mil. tun ropy. Pokles v roce 2006 byl způsoben periodickou údržbou rafinérie v Litvínově a rok 2008 byl rok krizový, kdy ve společnosti mělo být zpracováno 900 tis. t ropy, ovšem tak se nestalo a také díky poklesu ceny ropy ze 144 dolarů za barel na hodnotu pod 40 dolary se tržby za prodej ropy

snížily. V roce 2006 si společnost vzala půjčku od spřízněné osoby na modernizaci výrobního zařízení, což způsobilo růst nákladových úroků o 50 % a v roce 2007 o 40 %. V položce změna stavu rezerv a OP docházelo v jednotlivých letech ke zdatelným poklesům. V roce 2007 společnost rozpustila rezervu na pravidelnou opravu DHM a v roce 2008 došlo k zúčtování OP k zákonným pohledávkám.

Analýza vývoje výsledku hospodaření

Tab. 9. Vývoj VH u společnosti MND, a.s. [vlastní]

v tis. Kč	2005	2006	2007	2008
Provozní výsledek hospodaření	2 669 195	2 013 144	1 348 552	344 805
Finanční výsledek hospodaření	53 352	92 814	97 693	27 630
Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0
Nákladové úroky	23 028	15 555	9 255	1 775
Odpisy	277 214	309 328	376 402	146 852
Daň	708 631	508 766	340 736	38 763
EAT	2 013 916	1 597 192	1 105 509	333 672
EBT	2 722 547	2 105 958	1 446 245	372 435
EBIT	2 745 575	2 121 513	1 455 500	374 210
EBITDA	3 022 789	2 430 841	1 831 902	521 062



Obr. 1. Graf - Vývoj VH u společnosti MND, a.s. [vlastní]

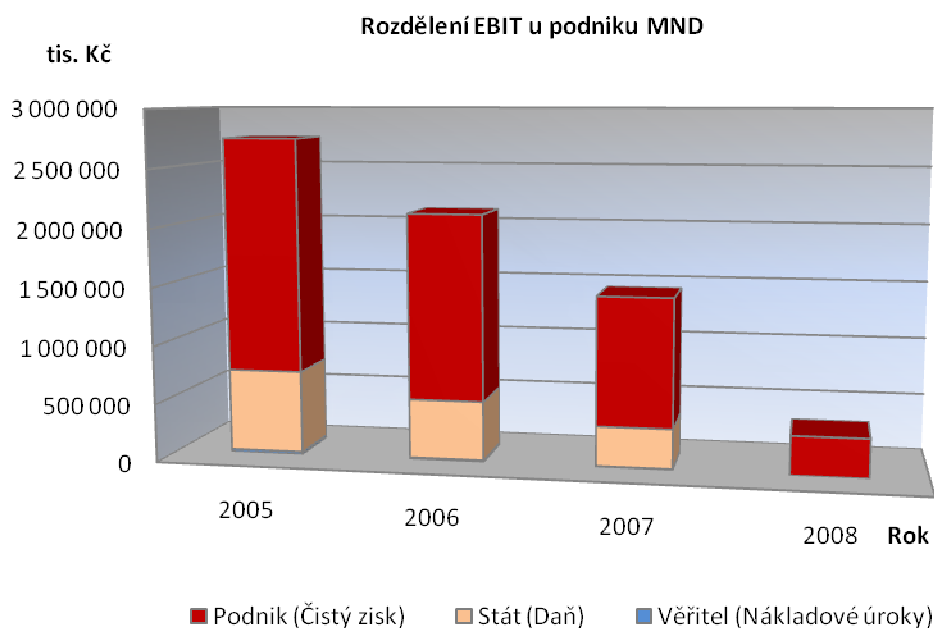
Z tabulky č. 9 je možné si všimnout, že od roku 2005 výsledek hospodaření pozvolna klesá a v roce 2008 je viditelný prudký pokles, který je způsoben jednak poklesem ceny ropy v druhé polovině roku

a také z důvodu přechodu majetku a závazků na dceřiné společnosti. Finanční výsledek hospodaření až do roku 2007 stoupal, což naznačovalo mírnou změnu v orientaci působení firmy. Firma nakupuje více krátkodobých a dlouhodobých cenných papírů. Ovšem opět rok 2008 přinesl hluboký pokles v meziročním vývoji. Obrázek č. 1 znázorňuje pozvolný pokles všech zisků - EAT, EBIT, EBT, EBITDA a následný rychlý zvrát v roce 2008

Rozdělení EBIT u podniku MND, a.s.

Tab. 10. Rozdělení EBIT u podniku MND, a.s. [vlastní]

v tis. Kč	2005	2006	2007	2008
EBIT	2 745 575	2 121 513	1 455 500	374 210
Věřitel (Nákladové úroky)	23 028	15 555	9 255	1 775
Stát (Daň)	708 631	508 766	340 736	38 763
Podnik (Čistý zisk)	2 013 916	1 597 192	1 105 509	333 672



Obr. 2. Graf - Rozdělení EBIT u podniku MND, a.s. [vlastní]

Podle tabulky č. 9, od roku 2005 odpisy společnosti postupně rostly, což svědčilo o tom, že firma investovala do DHM, avšak klesající tendence nákladových úroků společnosti (tabulka č. 10) naznačovaly, že tyto investice byly financovány z jiných zdrojů než úplatných. Rok 2008 zastavil trend investic do DHM, jelikož firma veškerý svůj majetek převedla na své dceřiné společnosti a také klesly nákladové úroky, jelikož závazky vůči věřitelům jsou téměř zanedbatelné.

Z obrázku 2 je patrné, že společnosti v letech 2005-2007 zůstával velmi vysoký podíl čistého zisku, postupně klesala i daňová povinnost státu, což je způsobeno klesajícím EBT, a podíl vůči věřitelům byl tak nízký a zanedbatelný, že ho téměř na grafu nejsme schopni pozorovat. Rok 2008 způsobil rapidní pokles zisku a tím i pokles daňová povinnosti, která na grafu není viditelná stejně jako podíl vůči věřitelům.

Analýza vývoje Cash flow

Tab. 11. Vývoj CF u podniku MND, a.s. [vlastní]

v tis. Kč	2005	2006	2007	2008
Počáteční stav pen. prostředků (PP)	77 742	127 686	2 070 810	181 888
CF z provozní činnosti	904 965	2 871 700	-161 095	-259 890
CF z investiční činnosti	-359 444	-658 379	-986 236	285 841
CF z finanční činnosti	-495 577	-270 197	-741 591	135 914
Čisté zvýšení/snížení PP	49 944	1 943 124	-1 888 922	161 865
Konečný stav PP	127 686	2 070 810	181 888	20 023

Z tabulky 11 je patrné, že CF společnosti se vyvíjí velice nestabilním způsobem, v roce 2007 je dokonce záporné, což bylo způsobeno investiční činností společnosti. V letech 2005 a 2007 je CF nižší než realizovaný zisk společnosti, naopak v roce 2006 CF převyšuje hodnoty čistého zisku společnosti. Současně, záporné peněžní toky společnosti z finanční činnosti jsou spojeny s poklesem cizích zdrojů a investicemi do cenných papírů. Rok 2008 přinesl nečekaný vývoj CF způsoben převodem majetku na dceřiné společnosti. Jednak došlo ke snížení CF z provozní činnosti, jelikož firma tuto činnost téměř již nevykonává, zvýšení CF z investiční a finanční činnosti došlo z důvodu přechodu majetku a závazků na dceřiné společnosti.

Rozdílové ukazatele

Vývoj čistého pracovního kapitálu

Tab. 12. Vývoj ČPK u podniku MND, a.s. [vlastní]

tis. Kč	2005	2006	2007	2008
ČPK	2 879 275	3 107 412	3 440 758	173611
ČPK/OA	78,4%	73,5%	84,9%	95,9%

Tab. 13. Vývoj ČPK u podniku Česká rafinérská, a.s. [vlastní]

tis. Kč	2005	2006	2007	2008
ČPK	2031065	1698759	989342	1485432
ČPK/OA	24,50%	18,41%	13,47%	19,40%

Společnost po celou dobu analyzovaného období dosahovala kladných a velmi vysokých hodnot čistého pracovního kapitálu, podíl ČPK na oběžných aktivech je vždy vyšší než 73,5%. Vzhledem k tomu, že podíl zásob na oběžném majetku společnosti je velmi nízký a doba obratu pohledávek přesahuje ve většině let 360 dní (tabulka 24), vysoké hodnoty ČPK svědčí o tom, že společnost má velké množství zdrojů umrtvené v pohledávkách. Tyto hodnoty se snižují až v roce 2008 díky poklesu zásob, pohledávek a závazků a ČPK dosahuje nejvyšší hodnoty 95,9 % a to především z důvodu nulové hodnoty krátkodobých bankovních úvěrů a velmi nízké úrovni krátkodobých závazků, čímž se přibližuje hodnotě oběžných aktiv.

Konkurence v podobě společnosti Česká rafinérská dosahuje také po celou dobu kladných a vysokých hodnot ČPK, ovšem podíl ČPK na OA není už tak vysoký jako u Moravských naftových dolů, ale stále dosahuje velmi dobrých hodnot.

Poměrové ukazatele

Analýza zadluženosti

Zadluženost společnosti MND a.s. je menší než zadluženost jeho konkurenční firmy Česká rafinérská a v roce 2008 vidíme pokles pod 1 % způsobený přechodem závazků na dceřinou společnost. Zlaté pravidlo financování, aby dlouhodobý majetek byl kryt dlouhodobými zdroji, je splněno, což znamená, že podnik je finančně stabilní, i když v roce 2008 je viditelný pokles ukazatele, ale stále se pohybuje nad hodnotou 1. Avšak, při dané výši tohoto ukazatele a uvážení výše hodnoty ČPK, by se dalo říci, že podnik je překapitalizovaný, což znamená, že drahými dlouhodobými zdroji financuje velkou část krátkodobého majetku. Také konkurenční firma zlaté pravidlo financování splňovala každoročně a především měla hodnotu těchto ukazatelů ve sledovaném období vyrovnanou.

Jak ukazuje tabulka 14 společnost má velmi vysoké úrokové krytí. Jestliže uvážíme, že doporučená hodnota tohoto ukazatele je 5, pak můžeme říci, že je to finančně velmi stabilní podnik s ratingem A+++, který nemá problémy s vytvářením potřebných zisků pro krytí potenciálních úroků z půjček. A stejná situace je i u konkurenční společnosti, ovšem zde již tyto hodnoty nejsou tak vysoké.

Budeme-li přihlížet k tomu, že firma využívá leasingu, potom se celková zadluženost v každém roce o několik procent zvýší. Konkurenční firma využívala leasingové formy financování pouze v prvních dvou sledovaných obdobích, kde lze pozorovat pouze minimální nárůst celkové zadluženosti.

Tab. 14. Vývoj ukazatelů zadluženosti u podniku MND, a.s. [vlastní]

MND - Bez leasingu	2005	2006	2007	2008
Celková zadluženost	26,76%	22,18%	14,14%	0,91%

Míra zadluženosti	0,37	0,29	0,16	0,00
Dlouhodobé cizí zdroje/Cizí zdroje	18,36%	10,28%	2,53%	0,00%
Dlouhodobé cizí zdroje/Dlouhodobý kapitál	6,29%	2,85%	0,42%	0,00%
Krytí DM vlastním kapitálem	1,38	1,52	1,54	1,02
Krytí DM dlouhodobými zdroji	1,48	1,56	1,55	1,02
Úrokové krytí	119,23	136,39	157,27	210,82

*Tab. 15. Vývoj ukazatelů zadluženosti se zahrnutím leasingu
u podniku MND, a.s. [vlastní]*

MND - S leasingem	2005	2006	2007	2008
Celková zadluženost	29,40%	24,49%	16,22%	1,23%
Míra zadluženosti	0,42	0,32	0,19	0,00

Tab. 16. Vývoj leasingu u podniku MND, a.s. [vlastní]

Vývoj leasingu	2005	2006	2007	2008
Celková hodnota leasingu (tis. Kč)	292 054	266 792	227 933	2 680
Leasingové splátky - splatné do 1 roku	46 873	49 659	47 304	2 680
Leasingové splátky - splatné nad 1 rok	245 181	217 133	180 629	0

Tab. 17. Vývoj ukazatelů zadluženosti u podniku Česká rafinérská, a.s. [vlastní]

MND - Bez leasingu	2005	2006	2007	2008
Celková zadluženost	29,36%	33,93%	30,10%	30,49%
Míra zadluženosti	0,42	0,51	0,43	0,44
Dlouhodobé cizí zdroje/Cizí zdroje	3,84%	6,56%	7,67%	8,08%
Dlouhodobé cizí zdroje/Dlouhodobý kapitál	1,77%	3,55%	3,48%	3,76%
Krytí DM vlastním kapitálem	1,11	1,05	1,05	1,06
Krytí DM dlouhodobými zdroji	1,13	1,09	1,09	1,10
Úrokové krytí	55,08	40,33	31,87	28,01

*Tab. 18. Vývoj ukazatelů zadluženosti se zahrnutím leasingu
u podniku Česká rafinérská, a.s. [vlastní]*

MND - S leasingem	2005	2006	2007	2008
Celková zadluženost	29,37%	33,93%	30,10%	30,49%
Míra zadluženosti	0,42	0,51	0,43	0,44

Tab. 19. Vývoj leasingu u podniku Česká rafinérská, a.s. [vlastní]

	2005	2006	2007	2008
Celková hodnota leasingu (tis. Kč)	4290	1533	0	0

Leasingové splátky - splatné do 1 roku	2757	1533	0	0
Leasingové splátky - splatné nad 1 rok	1533	0	0	0

Tab. 20. Multiplikátor jmění akcionářů u podniku

Moravské naftové doly, a.s. [vlastní]

Multiplikátor jmění akcionářů	2005	2006	2007	2008
EBT/EBIT	0,99	0,99	0,99	1,00
A/VK	1,37	1,29	1,17	0,10
Multiplikátor jmění akcionářů	1,35	1,28	1,16	0,10

Tab. 21. Multiplikátor jmění akcionářů u podniku

Česká rafinérská, a.s. [vlastní]

Multiplikátor jmění akcionářů	2005	2006	2007	2008
EBT/EBIT	0,98	0,98	0,97	0,96
A/VK	1,42	1,51	1,43	1,44
Multiplikátor jmění akcionářů	1,39	1,48	1,39	1,39

Multiplikátor kapitálu akcionářů vyjadřuje společný vliv faktorů úroková redukce zisku (EBT/EBIT) a finanční páka (A/VK). Tyto dva faktory působí protichůdně. Zvyšování zadluženosti, které se projeví v růstu ukazatele finanční páka, má pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu. Zvyšování zadluženosti má však také vliv na zvyšování úroků, které pak snižují zisk plynoucí investorům a způsobují pokles ukazatele úrokové redukce zisku a tím i rentability vlastního kapitálu. Pokud je hodnota multiplikátoru, který je součinem těchto dvou faktorů větší než 1, potom zvyšování zadluženosti má pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu. U společnosti MND, a.s. v letech 2005-2007 jsou hodnoty multiplikátoru vyšší než 1, platí tedy předchozí tvrzení, že zvyšování zadluženosti mělo pozitivní vliv na výnosnost vlastního kapitálu. Ovšem v posledním roce došlo ke snížení finanční páky, jelikož se snížila zadluženost podniku a tím se hodnota multiplikátoru dostala na hodnotu 0,10.

Společnost Česká rafinérská má ve sledovaném období vyrovnané hodnoty a platí zde zvyšování zadluženosti má pozitivní vliv na výnosnost vlastního kapitálu.

Analýza likvidity

Jak je možné vidět z tabulky 23, ukazatelé běžné a pohotové likvidity MND mnohonásobně překračují doporučené hodnoty Ministerstva průmyslu a obchodu. Výrazné výkyvy je možno spatřit

v ukazateli hotovostní likvidity, v roce 2005 nedosahuje ani doporučené hodnoty MPO, v následujícím roce přesáhne doporučenou hodnotu o 1,84, v roce 2007 prudce klesá směrem k doporučené hodnotě MPO a v posledním roce tato hodnota prudce stoupá. Pokud srovnáme ukazatele běžné a pohotovostní likvidity v jednotlivých letech, zjistíme, že jsou téměř identické a jestliže dále uvážíme nízké hodnoty hotovostní likvidity v jednotlivých letech, pak musíme říct, že většina peněžních prostředků společnosti je vázána v krátkodobých pohledávkách. Výjimkou je rok 2006, kdy finanční prostředky vázané ve finančním majetku jsou ve stejném poměru jako finanční prostředky vázané v pohledávkách. V posledním roce sledovaného období došlo k velkým zvrátům a to díky přechodu majetku, ale především závazků na dceřinou společnost a Moravské naftové doly mají hodnoty likvidity vysoké, což značí, že firma je schopna bez problémů dostát svým závazkům.

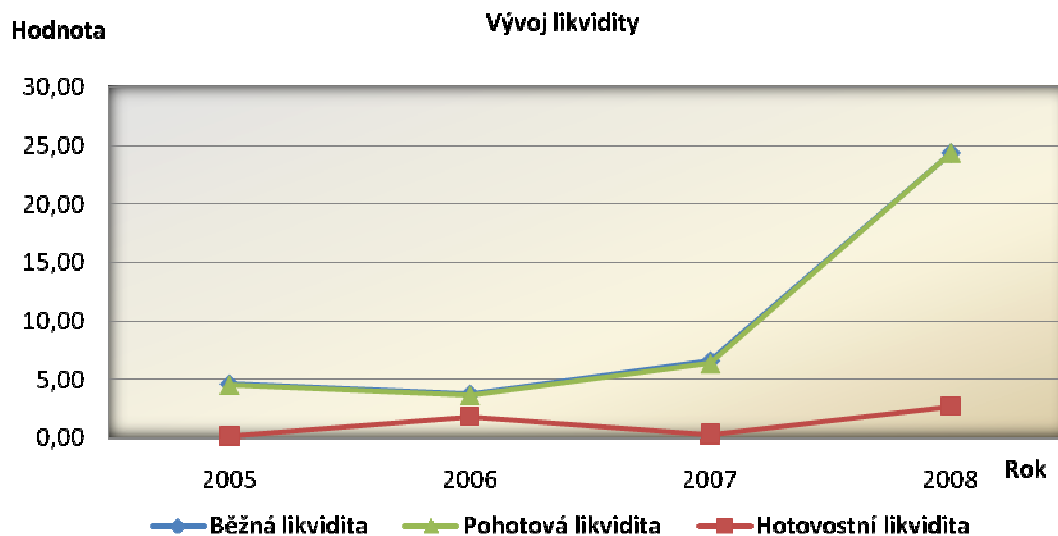
Jiná situace nastala u konkurence, jelikož hodnota běžné likvidity je rovna 1, což znamená, že podniková likvidita je značně riziková a podnik by mohl mít problémy s hrazením svých závazků. Pokud se ovšem podíváme na pohotovostní a hotovostní likviditu, tak hodnoty se pohybují s výjimkou roku 2007 nad doporučenými hodnotami. Z těchto údajů vyplývá, že nejvyšší položkou ze struktury OA jsou krátkodobé pohledávky a naopak nejnižší jsou zásoby. Zde vzniká velké riziko, zda budou tyto pohledávky zaplacené a zda se nestanou nedobytnými.

Tab. 22. Vývoj ukazatelů likvidity u podniku MND, a.s. [vlastní]

	2005	2006	2007	2008	Doporučené hodnoty MPO
MND					
Běžná likvidita	4,63	3,77	6,61	24,36	1,5 - 2
Pohotovostní likvidita	4,50	3,62	6,35	24,35	1
Hotovostní likvidita	0,16	1,84	0,30	2,69	0,2
ČPK/OA	78,42%	73,46%	84,88%	95,89%	
ČPK/A	36,82%	35,53%	37,51%	2,12%	

Tab. 23. Vývoj ukazatelů likvidity u podniku Česká rafinérská, a.s. [vlastní]

	2005	2006	2007	2008	Doporučené hodnoty MPO
ČESKÁ RAFINÉRSKÁ					
Běžná likvidita	1	1	1	1	1,5 - 2
Pohotovostní likvidita	1,15	1,08	0,97	1,05	1
Hotovostní likvidita	0,25	0,30	0,03	0,19	0,2
ČPK/OA	24,50%	18,41%	13,47%	19,40%	
ČPK/A	8,56%	6,69%	4,06%	6,08%	



Obr. 3. Graf - Vývoj ukazatelů likvidity u podniku MND, a.s. [vlastní]

Analýza rentability

Ukazatelé rentability naznačují, že podnik je trvale ziskový, avšak jeho výnosnost postupně klesá, tento fakt může signalizovat změny na trhu s ropou. Nejvýraznější pokles výnosnosti se objevu v roce 2007, jeho důvodem mohla být předzvěst světové finanční krize. I přesto, že v roce 2008 došlo k růstu rentability tržeb a celkového kapitálu, tak v absolutních hodnotách tržby a aktiva klesly z důvodu převodu na dceřiné společnosti.

Dle ukazatele rentability úročených zdrojů můžeme usoudit, že podnik využívá své cizí zdroje efektivně, jelikož dosahuje vyšších hodnot než náklad na cizí kapitál, ovšem jen do roku 2008, kdy nastává vysoký pokles ukazatele. Moravské naftové doly zůstávají i přes finanční krizi stále rentabilní, ovšem konkurenční společnost Česká rafinérská má po celou dobu sledovaného období hodnotu rentability velmi nízkou. Společnost není schopna dosahovat zisku z investovaného kapitálu a vytvářet tak nové zdroje k investování, což může být velmi nebezpečné do budoucna. Také rentabilita úplatného kapitálu je nižší než úroková míra úvěrů, což znamená, že firma efektivně nevyužívá cizí úročený kapitál.

Tab. 24. Vývoj ukazatelů rentability u podniku MND, a.s. [vlastní]

MND	2005	2006	2007	2008
Rentabilita tržeb (EAT/T)	58,77%	45,56%	33,30%	41,62%
Rentabilita výnosů (EBIT/V)	58,56%	53,25%	37,89%	36,40%
Rentabilita celkového kapitálu (EBIT/A)	35,11%	24,26%	15,87%	45,60%
Rentabilita úplatného kapitálu (EAT/ÚK)	43,60%	29,48%	18,14%	4,57%
Rentabilita vlastního kapitálu (EAT/VK)	35,19%	23,49%	14,05%	4,07%

Tab. 25. Vývoj ukazatelů rentability u podniku Česká rafinérská, a.s. [vlastní]

ČESKÁ RAFINÉRSKÁ	2005	2006	2007	2008
Rentabilita tržeb (EAT/T)	3%	3%	4%	3%
Rentabilita výnosů (EBIT/V)	4%	4%	4%	4%
Rentabilita celkového kapitálu (EBIT/A)	2%	2%	2%	2%
Rentabilita úplatného kapitálu (EAT/ÚK)	4%	3%	5%	4%
Rentabilita vlastního kapitálu (EAT/VK)	2%	2%	2%	2%

Analýza aktivity

Z tabulky 27 vyplývá, že společnost MND a.s. využívá svá aktiva neefektivně, jelikož obrat celkových aktiv je nižší než doporučená hodnota 1, i když v roce 2008 tato hodnota prudce vzrostla. Podobných výsledků dosahuje i Česká rafinérská. Další věc, která nás zajisté musí zaujmout, je velmi vysoká doba obratu pohledávek, která v roce 2005 činí 361 dní, v následujícím roce 200 dní a v roce 2007 dosahuje dokonce 402 dní. Faktem je, že MND jsou dostatečně finančně stabilní podnik, který si takto dlouhou dobu obratu pohledávek může dovolit, což mu dává v porovnání s Českou rafinérskou značnou konkurenční výhodu. Doba obratu závazků společnosti MND a.s. v porovnání s dobou obratu jejich pohledávek je velmi nízká, což znamená, že zbylé období musí být činnost společnosti financována z jiných než krátkodobých pohledávek a firma se pro své zákazníky v podstatě stává věřitelem. Rok 2008 znamenal opět zvrat, jelikož doba pohledávek i závazků klesla na nízkou hodnotu a to jen díky převodu pohledávek a závazků na dceřiné společnosti. Konkurenční společnost má také velmi vysoké doby obratu pohledávek a také závazků, ovšem na rozdíl od Moravských naftových dolů převyšuje o něco málo dobu obratu závazků dobu u pohledávek, tzn. že společnost platí své závazky až po uhrazení pohledávek od svých dlužníků. Doba obratu zásob je u České rafinérské až 4x vyšší než u Moravských naftových dolů, což znamená, že jí trvá mnohem delší dobu, než hotové peníze, které jsou vloženy do zásob, se přemění zase v hotové peníze.

Tab. 26. Vývoj ukazatelů aktivity u podniku MND, a.s. [vlastní]

MND	2005	2006	2007	2008
Obrat celkových aktiv z tržeb	0,44	0,40	0,36	0,98
Obrat celkových aktiv z výnosů	0,60	0,46	0,42	1,25
Doba obratu zásob z tržeb (dny)	10	10	17	0
Doba obratu pohledávek z tržeb (dny)	361	205	402	72
Doba obratu závazků z tržeb (dny)	58	90	50	3

Tab. 27. Vývoj ukazatelů aktivity u podniku Česká rafinérská, a.s. [vlastní]

ČESKÁ RAFINÉRSKÁ	2005	2006	2007	2008
Obrat celkových aktiv z tržeb	0,39	0,36	0,38	0,43
Obrat celkových aktiv z výnosů	0,40	0,42	0,40	0,46
Doba obratu zásob z tržeb (dny)	43	44	46	41
Doba obratu pohledávek z tržeb (dny)	218	228	228	183
Doba obratu závazků z tržeb (dny)	242	293	245	213



Obr. 4. Graf - Vývoj ukazatelů obratovosti u podniku MND, a.s. [vlastní]